

腾讯控股 (00700)

证券研究报告
2022年09月30日

加速中国港澳台及海外游戏市场布局，产品矩阵渐丰

数字科技投资为主线，重金投资中国港澳台及海外游戏公司

2019至2021年间，腾讯投资总共参与的投融资事件为521起，投向数字科技企业的数量为195起，数字科技投融资占比达到37.43%，其中投向中国港澳台及海外游戏公司的比例约为5%。在腾讯公开披露投资金额的33起中国港澳台及海外投资案件中，接近半数投资金额超1亿美元，其中耗资86亿美元收购Supercell的投资案件位于榜首，投资中国香港游戏公司乐游科技和英国游戏公司Sumo Group的投资金额位居第二和第三位，均超10亿美元。其他金额较大的案件包括投资收购Krafton、Bohemia Interactive、以及Crytek等游戏公司和工作室。

加速布局中国港澳台及海外游戏业务，22H1延续前期积极投资势头

国内游戏监管政策趋严，腾讯持续加码中国港澳台及海外业务投资，在提升自主研发能力同时，也为公司搭建游戏出海的快车道，有望成为带动其业绩增长的新引擎。2008年以来腾讯共完成64起中国港澳台及海外游戏投资案件，并于2020年开始加快投资节奏，两年间投资案件数超过过往投资数总和的三分之一。2022年一季度公司持续推进中国港澳台及海外投资进程，分别收购即将推出新作的西班牙Tequila Works和加拿大游戏工作室Inflexion Games，以及旗下子公司负责中东欧地区视频游戏发行的1C Entertainment等。

聚焦发达地区成熟用户群体，亦积极拓展新兴市场场景

2008年以来，腾讯游戏近70%中国港澳台及海外投资案例集中在北美洲、欧洲，75%的亚洲投资案例集中在日本、韩国。但同时腾讯也兼顾印度、东南亚国家等产业新兴地区的潜在机会，逐步开拓新市场，实现全球业务的持续渗透。腾讯曾投资印度体育游戏平台Dream 11，Dream 11是印度体育类游戏龙头公司，拥有明显的流量优势，可以帮助腾讯打开印度游戏市场。此外，腾讯与SEA旗下游戏公司Garena长期保持良好合作并拥有其近20%股份，Garena深耕东南亚游戏市场，擅长进行游戏本地化以及精细化运营，为腾讯开拓东南亚市场奠定了良好基础。

重视手游海内外市场空间差异，全球化游戏品类不断扩充

手机性能的提升为手游的发展提供了底层技术支撑，根据newroom数据，预计2024年全球移动游戏收入规模将从2021年的907亿美元增长至1164亿美元。腾讯于2015年前后着手布局中国港澳台及海外手游市场，先后投资了Supercell等手游开发商。同时，腾讯也通过投资并购方式将游戏品类从其过去覆盖的单一休闲类游戏扩充至涵盖暗黑类、社交类、MMORPG类、剧情类等多品类，还将游戏类型扩充至VR游戏，不断丰富游戏产品矩阵。

公司基本面稳固，投资举措有望持续供给公司业务动能

腾讯基本面稳固，随悲观预期陆续落地，公司持续降本增效，聚焦核心业务，未来两年有望看到公司拐点信号。业务角度，公司核心游戏提供基础业绩支撑，游戏出海有望继续驱动增长。公司对中国港澳台及海外游戏公司的大力投资不仅带来直接收益，亦为公司在国内外开展的游戏业务带来协同效应。此外，视频号流量快速增长创造了可观的变现空间，金融科技、广告中台化、微信生态商业化提供中长期增长驱动力，云等企业服务挖掘产业互联网长期价值。考虑公司投资中国港澳台及海外游戏公司有望提振整体游戏业务收入，我们预计2022-2024年公司将实现营收5,644/6,033/6,808亿元，同比增速0.8%/6.9%/12.8%；调整后归母净利润1,201/1,384/1,651亿元，同比增速为-3.0%/15.2%/19.3%，维持买入评级。

风险提示：游戏版号监管趋严，新游戏上线不及预期；反垄断监管风险；行业竞争加剧；相关投融资信息整理自第三方，或与实际情况存在偏差等。

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	270.6 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	9,595.94
港股总市值(百万港元)	2,596,662.07
每股净资产(港元)	89.50
资产负债率(%)	44.93
一年内最高/最低(港元)	515.00/268.20

作者

张爽	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004	
zhangshuang@tfzq.com	
秦和平	联系人
qinheping@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《腾讯控股-公司专题研究:降本增效提利润，视频号创造业务新增量，坚定看好业绩回升》2022-09-07
- 《腾讯控股-公司专题研究:积极拥抱变化，调整部分非核心业务，H2回升可期》2022-05-23
- 《腾讯控股-公司专题研究:业绩短期承压，积极适应新环境推动可持续发展》2022-03-26

内容目录

1. 腾讯加速中国港澳台及海外游戏投资布局，逐步打造多矩阵产品品类	5
1.1. 中国港澳台及海外投资节奏加快，投资力度凸显出海战略重要地位	5
1.2. 持续渗透新兴游戏市场，游戏产品品类日益丰富	6
2. 腾讯游戏中国港澳台及海外主要投资案例	7
2.1. 2022 年投资案例：投资本地化服务商，持续注重游戏品质	7
2.2. 2021 年投资案例：关注高品质研发及核心云技术	9
2.3. 2020 年投资案例：通过投资并购快速扩充游戏品类	13
2.4. 2019 年投资案例：主要投资游戏平台 and RPG 类游戏	18
2.5. 2018 年投资案例：关注细分领域游戏，首次开拓印度市场	19
2.6. 2017 年投资案例：参股《PUBG》研发公司，布局 VR 新类型游戏	20
2.7. 2016 年投资案例：大举收购 Supercell，布局东南亚新兴市场	22
2.8. 2015 年投资案例：入股拳头公司和 Miniclip 等明星标的	24
2.9. 2014 年投资案例：逐步打开日韩市场，投资渗透手游领域	28
2.10. 2013 年投资案例：投资答题类游戏开发商 Plain Vanilla 和动视暴雪	31
2.11. 2012 年投资案例：参股自研游戏引擎开发商 Epic、游戏社区 ZAM	31
2.12. 2008 年投资案例：投资美国本土发行商及游戏开发商 Outspark	32
3. 热衷数科领域战略投资，投资组合形成“指数基金”效应	33
4. 投资建议	35
5. 风险提示	35
5.1. 游戏版号监管趋严，新游戏上线不及预期	35
5.2. 反垄断监管风险	36
5.3. 行业竞争加剧	36
5.4. 投融资信息偏差	36

图表目录

图 1：2020 年以来腾讯加速中国港澳台及海外游戏投资节奏	5
图 2：腾讯中国港澳台及海外游戏公司投资的单笔金额分布（按投资事件数量统计）	6
图 3：腾讯中国港澳台及海外游戏投资集中在发达地区	6
图 4：《努努之歌：英雄联盟外传》游戏宣传画面	8
图 5：《国王的恩赐》游戏画面	8
图 6：《夜莺》游戏宣传画面	9
图 7：《灵媒》游戏画面	9
图 8：《孤岛危机》游戏画面	10
图 9：《Forza Horizon》游戏画面	10
图 10：《The Cycle》游戏画面	11
图 11：Ubisoft 云游戏平台解决方案	11
图 12：《饥荒》游戏画面	12

图 13: 《原子之心》游戏预告画面	12
图 14: 《奇异人生》游戏画面	13
图 15: 《Avakin Life》游戏宣传画面	13
图 16: 《GTFO》游戏画面	14
图 17: 《奇迹重生》游戏画面	14
图 18: 《Paper.io》游戏画面	15
图 19: 《武装突袭 Reforger》游戏玩家浸湿画面细节	15
图 20: 《牧场物语》游戏画面	16
图 21: Genvid 游戏直播画面	16
图 22: Roblox 游戏平台页面	17
图 23: 《猎天使魔女 3》游戏画面	17
图 24: 《流放者柯南》游戏画面	18
图 25: Antstream Arcade 平台界面	18
图 26: 《血猎》游戏画面	19
图 27: 《Warhammer: Vermintide 2》游戏画面	19
图 28: 《刺客信条: 英灵殿》游戏画面	20
图 29: 《PUBG》游戏宣传画面	21
图 30: 《超级战士球》游戏画面	21
图 31: 《Elite Dangerous》游戏界面	22
图 32: 《Episode》游戏介绍	22
图 33: 《部落冲突》游戏画面	23
图 34: 《群星》游戏画面	23
图 35: 《Free Fire》游戏宣传画面	24
图 36: 《英雄联盟》游戏宣传画面	24
图 37: 《Atlas》游戏画面	25
图 38: 《Creature Quest》游戏宣传画面	25
图 39: 《Design Home》游戏画面	26
图 40: 《Orcs Must Die! 3》游戏画面	26
图 41: 《8 Ball pool》游戏画面	27
图 42: Discord 四分屏 UI 界面	27
图 43: 《Logres》游戏画面	28
图 44: 《Blade for Kakao》游戏宣传画面	28
图 45: 《咖啡恋人》游戏画面	29
图 46: 《MAFIA Gene》游戏画面	29
图 47: 《漫威未来之战》游戏画面	30
图 48: 《QuizUp》游戏宣传画面	31
图 49: 虚幻引擎的高保真技术示例	32
图 50: 《Fiesta Online》游戏画面	32
图 51: 腾讯投资 2019 至 2021 年投资数字科技企业事件次数	33
图 52: 腾讯投资 2019 至 2021 年投资数字科技企业轮次分布	33
图 53: 2016-2021 年腾讯在游戏市场投资数量变化情况	34

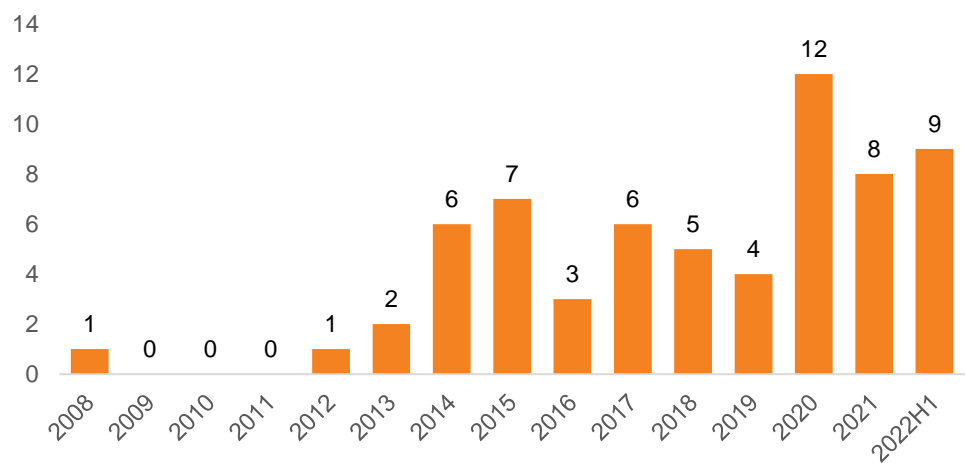
图 54：腾讯盈利预测（2020A-2024E）	35
表 1：重点投资案例总结	7
表 2：2020 年以来 VR/AR 全球发明专利排行榜 TOP10	34

1. 腾讯加速中国港澳台及海外游戏投资布局，逐步打造多矩阵产品品类

1.1. 中国港澳台及海外投资节奏加快，投资力度凸显出海战略重要地位

加快投资并购步伐，近年投资案件数创新高。随着国内游戏监管政策趋严，腾讯持续扩大对中国港澳台及海外游戏公司和工作室的投资，一方面可以加强同中国港澳台及海外优秀公司的合作，提升腾讯的自主研发能力，另一方面，投资并购为腾讯提供了游戏出海的捷径，有望成为带动其业绩增长的新引擎。根据 IT 桔子和游戏陀螺数据，2008 年以来，腾讯共完成 64 起中国港澳台及海外游戏投资案件，其中 2020 至 2021 两年间达 20 笔，超过过往投资笔数总和的三分之一，其中包括收购中国香港游戏公司乐游科技、英国游戏公司 Sumo Group、Roblox、捷克游戏开发商 Bohemia Interactive 多数股权等。2022H1 腾讯延续过往中国港澳台及海外投资收购动作，投资了 9 家中国港澳台及海外游戏公司，包括即将推出新游戏《努努之歌：英雄联盟外传》的 Tequila Works、即将推出新游戏《夜莺》的 Inflexion Games 和旗下子公司负责中东欧地区视频游戏发行的 1C Entertainment 等。

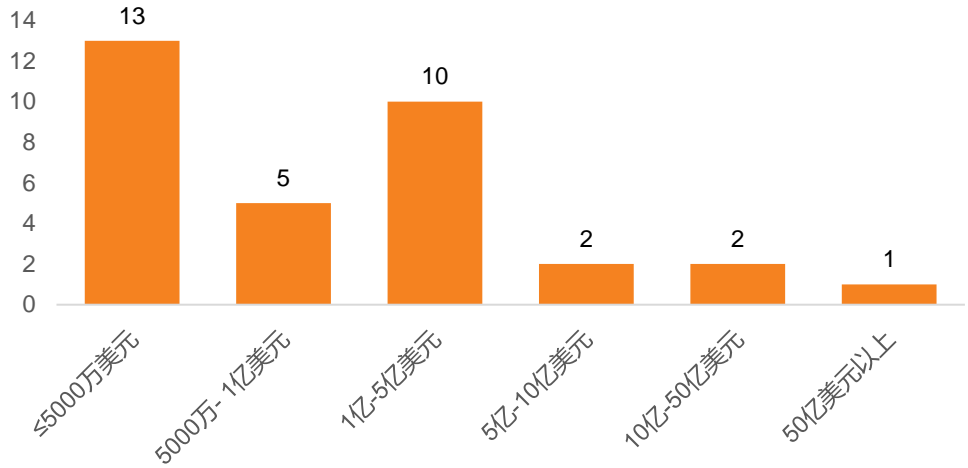
图 1：2020 年以来腾讯加速中国港澳台及海外游戏投资节奏



资料来源：IT 桔子、游戏陀螺公众号，天风证券研究所

重金投资中国港澳台及海外优质公司，凸显全球战略布局。据 IT 桔子数据，在公开披露投资金额的 33 起中国港澳台及海外投资案件中，共有 15 起投资金额超 1 亿美元。其中，腾讯收购 Supercell 84% 股权案件耗资 86 亿美元，为腾讯近年来最大投资金额。其次，有两笔投资金额超 10 亿美元，分别为 15 亿美元投资中国香港游戏公司乐游科技和 12.7 亿美元投资英国游戏公司 Sumo Group。其他较大金额的投资包括 30.49 亿元人民币（约 4.5 亿美元）投资《PUBG》开发商 Krafton、2.6 亿美元投资 Bohemia Interactive、以及 23 亿元人民币（约 3.4 亿美元）投资引擎和游戏开发商 Crytek 等。

图 2：腾讯中国港澳台及海外游戏公司投资的单笔金额分布（按投资事件数量统计）



资料来源：IT 桔子，天风证券研究所

1.2. 持续渗透新兴游戏市场，游戏产品品类日益丰富

聚焦发达地区成熟标的，积极拓展新兴市场场景。2008 年以来，腾讯投资的 61 家游戏公司主要集中在北美洲、欧洲以及亚洲的发达地区。位于北美洲的标的公司有 19 家，其中 16 家位于美国，包括拥有明星热门游戏《英雄联盟》的拳头公司、虚幻引擎研发商 Epic、Glu Mobile、在线游戏平台 Roblox 等。位于欧洲的标的公司有 23 家，包括盈利能力上乘的芬兰游戏公司 Supercell，专注 3A 游戏开发的德国游戏开发商 Yager，拥有自主研发引擎 Enfusion 和较强游戏创造能力的捷克游戏工作室 Bohemia Interactive，深耕 VR 游戏领域的英国游戏开发商 Frontier Development 等。位于亚洲的标的公司有 16 家，主要位于韩国和日本，其中包括全球流行游戏《PUBG》的开发商 Krafton，拥有多品类游戏阵容的韩国游戏公司 Netmarble，以及多人游戏的云计算和游戏解决方案提供商 Ubitus。在发达地区外，腾讯积极开拓新兴地区游戏业务，实现全球业务布局的进一步渗透。2021 年投资了印度体育游戏公司 Dream 11，首次打开印度游戏市场，2013 年投资了 SEA 旗下游戏公司 Garena，通过其在东南亚地区的高本地化运营能力开拓该地区游戏市场。

图 3：腾讯中国港澳台及海外游戏投资集中在发达地区



资料来源：IT 桔子、游戏陀螺公众号、GameLook 微信公众号、DNA NFTLab 微信公众号，天风证券研究所

投资发力手游开发商，游戏品类从休闲类扩充至全品类。手机性能的提升在硬件端为中重度移动游戏的发展提供了底层技术支持，为手游市场带来了较为广阔的发展空间。根据

newzoo 数据，2021 年全球移动游戏收入为 907 亿美元，预计 2024 年将增长至 1164 亿美元。2015 年前后腾讯加大在手游领域的投资力度，先后投资 VC Mobile Entertainment、Supercell 等手游开发商。在游戏品类方面，腾讯移动端游戏从以《天天酷跑》为代表的休闲类游戏起家，之后通过自研及收购投资方式持续扩充游戏品类。2014 年投资了以 MMORPG 游戏为代表的韩国游戏开发商 4:33 Creative Lab，2017 年投资了以剧情类游戏为代表的美国游戏开发商 Pocket Gems，2018 年投资了以暗黑类游戏为代表的新西兰游戏开发商 Grinding Gear Games，2020 年投资了以社交类游戏为代表的英国游戏开发商 Lockwood Publishing 等。

2. 腾讯游戏中国港澳台及海外主要投资案例

表 1: 重点投资案例总结

投资标的	简介	投资时间	投资金额	投资后持股
Crytek	主要游戏产品包括《孤岛危机》等 3A 大作，拥有自有引擎 CryEngine，曾被用于定制亚马逊此前公布开源的 Lumberyard 引擎	2021 年 7 月	23 亿元	-
Sumo Group	3A 游戏制作能力强，与微软工作室、世嘉、索尼、苹果拥有战略伙伴关系	2021 年 7 月	12.7 亿美元	-
Ubisoft	提供云游戏技术以及相关服务，在主机游戏云化领域经验丰富	2021 年 3 月	-	-
乐游科技	主要产品有手游《欢乐连连乐》和页游《奇迹重生》《全民红月》，旗下资产网游制作经验丰富	2020 年 9 月	15 亿美元	-
Roblox	在线游戏平台，内容端触发并推动 UGC 内容创作自循环，技术端为开发者提供实用的创作工具，用户端可实现平台中多游戏社交	2020 年 2 月	-	-
Ubisoft	拥有创新云原生技术 Ubisoft Scalar，旗下游戏类型涵盖手游、端游及 VR 游戏	2018 年 3 月	4.5 亿美元 (约 25 亿元)	5%
Krafton	主要产品为 MMORPG 游戏《PUBG》	2017 年 9 月	-	-
Supercell	主要产品包括《部落冲突》《海岛奇兵》《皇室战争》《荒野乱斗》以及《卡通农场》等	2016 年 6 月	86 亿美元	84%
Garena	深耕东南亚地区，擅长游戏内容和运营的本地化，拥有《英雄联盟》等多款热门游戏的东南亚代理权	2016 年 4 月	1.7 亿美元	-
拳头公司	代表作品为《英雄联盟》，并组织相关竞技赛事	2015 年 12 月	-	100%
Miniclip SA	页游转手游，主要产品有《8 Ball pool》等，2022 年 8 月初公司游戏玩家月活达 2.5 亿，日活为 5000 万	2015 年 2 月	-	-
Hammer & Chisel	自研游戏语音聊天应用 Discord，社区价值逐步凸显。	2015 年 2 月	数百万美元	-
Netmarble	主要产品有《漫威未来之战》等，收购第三大移动社交休闲游戏开发商 SpinX Game	2014 年 1 月	约 5 亿美元	17.5%
Epic	自主研发虚幻引擎，旗下游戏《堡垒之夜》注册玩家曾突破 3.5 亿人，同时在线玩家数曾超 1230 万	2012 年 7 月	3.3 亿美元	48.4%

资料来源：IT 桔子、GameLook 公众号、游戏陀螺公众号、游戏茶馆公众号、竞核公众号、游戏葡萄公众号、美股研究社公众号、公司官网等，天风证券研究所

2.1. 2022 年投资案例：投资本地化服务商，持续注重游戏品质

1. **Tequila Works 创造力独特，注重产品细节把控。**2022 年 3 月，腾讯投资了西班牙游戏公司 Tequila Works，其曾开发端游《RiME》《GYLT》《The Sexy Brutale》等，目前正在筹备新游戏《努努之歌：英雄联盟外传》。该游戏中玩家通过扮演“努努”角色，在危机四伏的虚拟世界寻找剧情难题的解决方案。

图 4:《努努之歌：英雄联盟外传》游戏宣传画面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

2. **1C Entertainment** 系老牌游戏公司，旗下子公司深耕中东欧地区本地化服务。2022 年 2 月，腾讯收购波兰游戏公司 1C Entertainment 大多数股权，该公司主要进行端游研发和发行，拥有超 100 款游戏，主要产品包括《国王的恩赐》《Diluvian Ultra》《Forgive Me Father》《Hedon Bloodrite》《Kapital: Sparks of Revolution》《Fell Seal: Arbiter's Mark》等。公司旗下还有 QLOC、Muve 和 Cenega 3 子公司，QLOC 是一家从事游戏联合开发、测试和复刻的工作室，曾服务过 EA、Capcom、华纳兄弟、CD PROJEKT RED 等公司，参与了《赛博朋克 2077》、《黑暗之魂》复刻版、《薄暮传说》决定版和《真人快打 11》PC 移植版等游戏项目。Muve 负责数字视频游戏的分销，Cenega3 子公司负责中欧和东欧视频游戏发行。

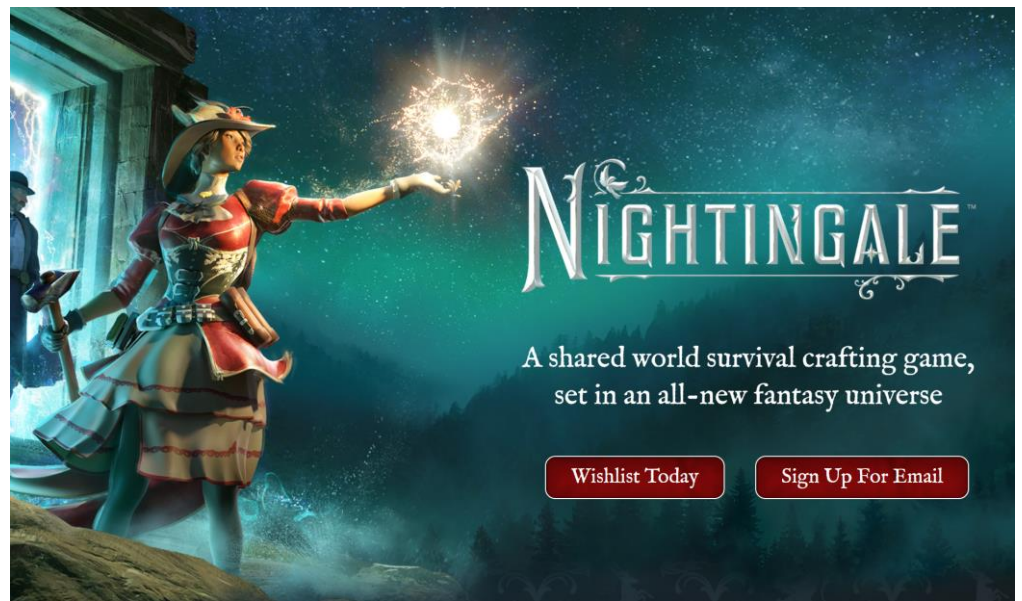
图 5:《国王的恩赐》游戏画面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

3. **Inflexion Games** 团队出自 BioWare，即将推出《夜莺》新游戏。2022 年 2 月，腾讯收购加拿大游戏工作室 Inflexion Games 全部股权，首款端游《夜莺》将于今年进入体验阶段，并加入腾讯的全新发行品牌 Level Infinite。《夜莺》是一款多人合作的生存建造游戏，玩家需要自行搜集材料制造工具、设计建造房屋以及击退怪物入侵。Inflexion Games 由 BioWare 前总经理 Aaryn Flynn 创办，其工作室成员也主要为 BioWare 前开发人员，曾参与《质量效应》《龙腾世纪》和《星球大战：旧共和国武士》的热门游戏制作。

图 6:《夜莺》游戏宣传画面



资料来源: nightingale 官网, 天风证券研究所

2.2. 2021 年投资案例：关注高品质研发及核心云技术

4. **Bloober Team 聚焦恐怖心理游戏，3A 研发能力强。**2021 年 10 月，腾讯投资波兰游戏公司 Bloober Team 1.26 亿元，持有 21.97% 股权并成为其最大股东。Bloober Team 主要产品包括以剧情体验为主的恐怖心理游戏《灵媒》《层层恐惧》《观察者》《Blair Witch》等。根据波兰媒体 Money.pl 报道，《灵媒》上线即获得大量玩家支持，在一周内凭借销量收回开发成本。《灵媒》中玩家将扮演一位能在现实世界和灵魂世界之间往来的灵媒，调查破解游戏中衍生的案件。2021 年 7 月，Bloober Team 宣布与日本科乐美合作开发游戏产品，不断丰富产品储备。

图 7:《灵媒》游戏画面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

5. **Crytek 业务能力出众，引擎和游戏产品可圈可点。**2021 年 7 月，美国游戏公司 Crytek 收到腾讯 23 亿元投资。Crytek 主要游戏产品包括《孤岛危机》《Ryse 罗马之子》《天国拯救》《战争前线》《进化》《猎杀：对决》、VR《The Climb》等 3A 级游戏。根据

GameLook 数据,《孤岛危机》系列销量超 1800 万套,《罗马之子》销量超过 200 万套。此外, Crytek 拥有自有引擎 CryEngine, 曾被用于定制亚马逊此前公布开源的 Lumberyard 引擎。

图 8:《孤岛危机》游戏画面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

6. **Sumo Group 聚焦高品质游戏研发, 具备 3A 游戏研发潜力。**2021 年 7 月, 腾讯投资 12.7 亿美元并购英国游戏公司 Sumo Group, 主要产品《绿林侠盗: 亡命之徒与传奇》、《麻布仔大冒险》、《除暴战警 3》、《杀手 2》等知名游戏。Sumo Group 3A 游戏制作能力强, 与微软工作室、世嘉、索尼、苹果拥有战略伙伴关系。收购 Sumo Group 有助于腾讯继续加码高品质制作, 提高自身国际竞争力。

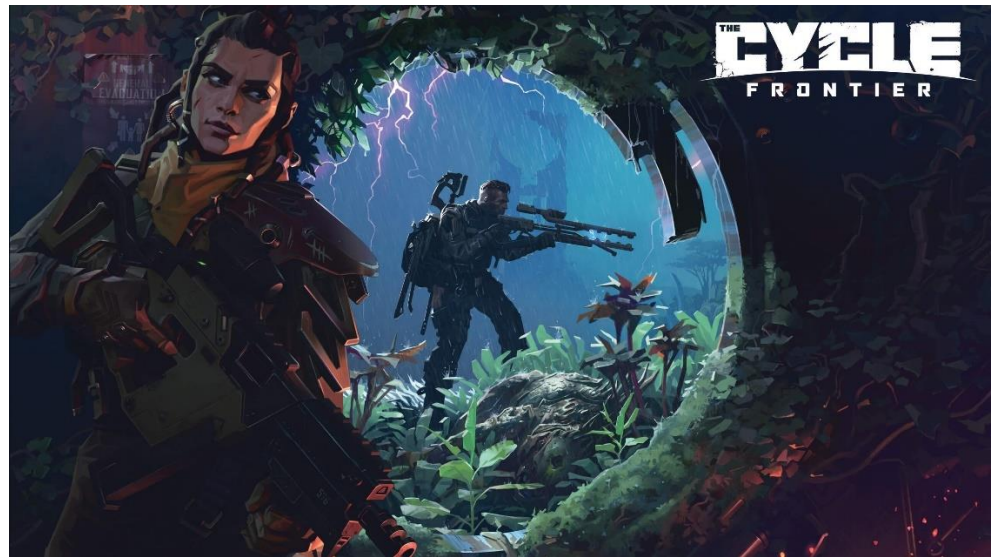
图 9:《Forza Horizon》游戏画面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

7. **Yager 致力于大制作射击类游戏, 逐步转型为自研自发游戏厂商。**2021 年 6 月, 腾讯完成对德国游戏公司 Yager 的投资。Yager 专注于为主机平台开发 3A 级射击类游戏, 代表作品有太空战斗机游戏《Dread Nought》和故事驱动类军事射击游戏《Spec Ops: The Line》。2020 年 Yager 开启自研自发模式, 推出以任务为驱动的射击游戏《The Cycle》, 玩家需要以完成任务为目标, 同时还要对抗其他玩家。

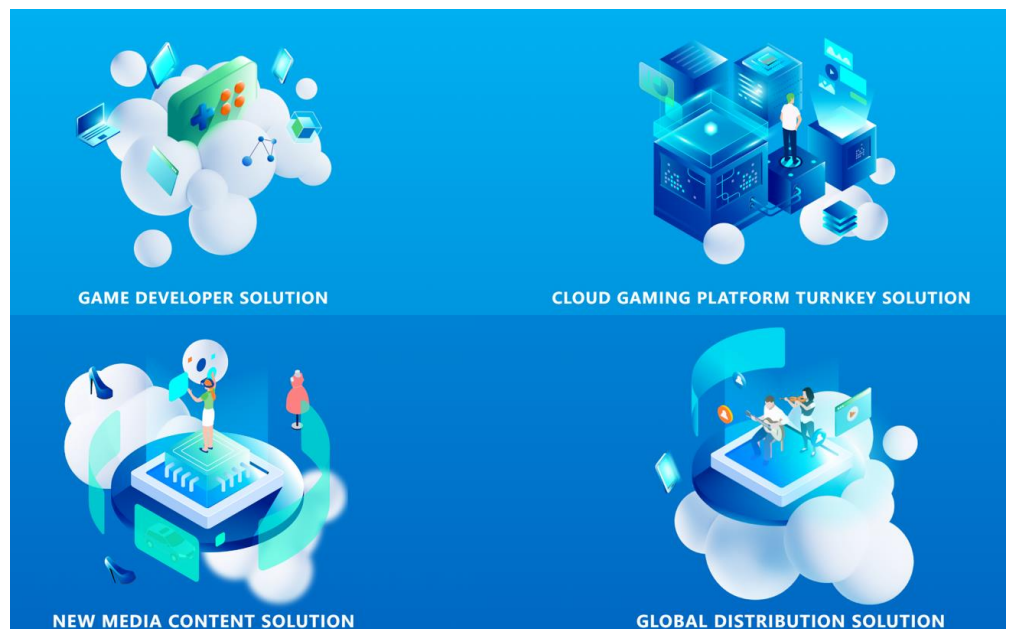
图 10: 《The Cycle》游戏画面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

8. **Ubitus 深耕云技术领域，定位多人游戏云计算和游戏解决方案提供商。**2021 年 3 月，腾讯投资日本云游戏技术公司 Ubitus。Ubitus 主要提供云游戏技术以及相关服务，在全球有 33 项与云游戏相关的技术专利，核心技术优势包括云化开发专用套件 GDK、混合云架构、串流技术等。除了构建技术壁垒外，Ubitus 在主机游戏的云化领域经验丰富，尤其是在游戏虚拟化、成本控制、码流控制及用户体验优化等方面。Ubitus 的合作商包括任天堂、索尼等大型公司，运用 Ubitus 云化技术的热门游戏包括《刺客信条》《最终幻想》等。

图 11: Ubitus 云游戏平台解决方案



资料来源: Ubitus 官网, 天风证券研究所

9. **Klei Entertainment 长期与腾讯保持合作关系，收购动作进一步加强双方协同效应。**2021 年 1 月，腾讯投资收购加拿大游戏公司 Klei Entertainment 多数股权，其主要产品包括太空殖民地模拟游戏《缺氧》，回合制策略游戏《隐形公司》，动作隐形游戏《忍者之印》，以及动作冒险游戏《饥荒》等。同时，公司经营游戏论坛和在线商店，并通过销售付费游戏产生收入。Klei Entertainment 与腾讯长期保持合作，2016 年在中

国合作推出《饥荒》PC版，游戏中玩家通过战斗、耕种、建设和探索，克服艰难以求得生存。《饥荒》在 Steam 平台好评率达 96%，是腾讯 WeGame 平台启动后最早引进的中国港澳台及海外游戏产品之一，中国区域销量超百万套。此次收购进一步加深了 Klei Entertainment 与腾讯的合作关系，帮助其更好地支持中国玩家。

图 12:《饥荒》游戏画面



资料来源：Steam，天风证券研究所

10. **Mundfish 光线追踪技术应用成熟，游戏画面邪典逼真。**2021 年 1 月，腾讯投资俄罗斯游戏公司 Mundfish，其代表游戏为 FPS《原子之心》，预计 2022 年四季度发行。《原子之心》游戏画面采用邪典美术风格，运用了光线追踪等先进画面呈现技术。该游戏凭借精美画面吸引游戏玩家，曾是英伟达官方用来展示光线追踪效果的演示游戏，GameLook 提供的数据显示 Mundfish 披露的《原子之心》演示视频于 YouTube 的播放量超过 150 万次。

图 13:《原子之心》游戏预告画面



资料来源：Steam，天风证券研究所

11. **Dontnod Entertainment 侧重叙事剧情类游戏，故事情节独具匠心。**2021 年 1 月，腾讯投资法国游戏公司 Dontnod Entertainment 3000 万欧元（约 2.0 亿元人民币），其代表作品有《奇异人生》《双重镜影》《谓何》《Gerda: A Flame in Winter》等。2014 年，Dontnod 与 Square Enix 合作开发了一款完全由故事驱动的 RPG 游戏《奇异人生》，该游戏剧情曲折婉转，画面制作精良，根据 GameLook 数据，《奇异人生》上线第三

年销量仍突破 300 万套，并荣获了多个年度最佳奖项。

图 14:《奇异人生》游戏画面



资料来源: Dontnod 官网, 天风证券研究所

2.3. 2020 年投资案例：通过投资并购快速扩充游戏品类

12. Lockwood Publishing 以社交为核心，打造元宇宙游戏。2020 年 11 月，腾讯投资英国游戏公司 Lockwood Publishing 2500 万美元。其代表产品为《Avakin Life》，玩家创作角色之后，可以在游戏中旅行、聚会、打工、舞蹈、听音乐、装修家园。玩家登陆游戏以及参与活动均可获得游戏资源，也可以付费购买以加快游戏进度，这是公司的重要收入来源之一。Lockwood Publishing 坚持社交化游戏理念，截至 2020 年底，GameLook 数据显示《Avakin Life》在安卓和 iOS 的注册用户已经超过了 2 亿，具有进军元宇宙市场的潜力。

图 15:《Avakin Life》游戏宣传画面



资料来源: Avakin Life 官网, 天风证券研究所

13. 10 Chambers Collective 主打射击类端游，成功培养良好玩家口碑。2020 年 10 月，腾讯投资瑞典游戏公司 10 Chambers Collective。公司主要产品为射击类端游《GTFO》《PAYDAY 2》《Payday: The Heist》，其中，合作恐怖 FPS 游戏《GTFO》于 2021

年 12 月发行，游戏中四名玩家扮演一组囚犯小队，在破败的环境中搜刮工具和资源，击败骇人生物并完成行动任务。截至 7 月 12 日，《GTFO》在 Steam 中拥有超 3 万条好评，好评率达 85%。

图 16:《GTFO》游戏画面



资料来源：Steam，天风证券研究所

14. **乐游科技成功转型游戏公司，旗下公司网游开发经验丰富。**2020 年 9 月，腾讯投资 15 亿美元收购中国香港游戏公司乐游科技，乐游科技控股的前身是森宝食品控股，而后转型 PC 和主机游戏开发与发行，主要产品有手游《欢乐连连乐》和页游《奇迹重生》《全民红月》。其中，截至 2022 年 8 月初，《奇迹重生》月均流水达 2000 万，日均活跃用户超 1 万人，是最受玩家喜爱的 MU 网页作品之一。乐游科技的核心资产有《星际战甲》开发商 Digital Extremes 和《光环》、《使命召唤》多人模式游戏开发商 Certain Affinity。Digital Extremes 和 Certain Affinity 等欧美厂商在 PC 及主机平台上的网游开发经验可能是吸引腾讯等厂商投资的重要原因。

图 17:《奇迹重生》游戏画面



资料来源：乐游科技官网，天风证券研究所

15. **Voodoo 聚焦于休闲品类游戏，拥有成熟发行经验。**2020 年 8 月，腾讯投资法国游戏公司 Voodoo。Voodoo 代表作品有《球跳塔》《黑洞大作战》《Paper.io》《Aquapark.io》等，其中，Voodoo 内部工作室 Montpellier 研发的《Paper.io》和 Cassette 研发的《Aquapark.io》均接近 3 亿次下载量。此外公司还提供营销、货币化和其他游戏发布

服务，其发行的游戏累计下载量超 60 亿次，2019-2021 连续三年保持超休闲品类发行商下载榜冠军。

图 18:《Paper.io》游戏画面



资料来源: Paper.io 游戏官网, 天风证券研究所

16. **Bohemia Interactive 自研引擎完善游戏细节，游戏开发展现团队创造力。**2020 年 6 月，腾讯投资 2.6 亿美元投资捷克游戏开发商 Bohemia Interactive。Bohemia Interactive 拥有自主研发的 Enfusion 引擎，可以提升画质、光照、环境交互等游戏细节表现，增强用户游戏体验，截至 2022 年 5 月由 30 人的团队持续开发。Enfusion 引擎被用于自研的《武装突袭》系列游戏，细节体现在角色上下车时加入了完整的过渡动画、引入了更真实的无线电通讯系统并允许玩家手动调节收频信号，以及角色站在水中时身上的服饰会呈现出被浸湿的效果等等。在游戏创造领域，Bohemia Interactive 开发了《武装突袭》《艾兰岛》《DayZ》等多款游戏，其中《武装突袭》和《DayZ》都拥有着吃鸡玩法的原型，展现了团队创造热门玩法的能力。

图 19:《武装突袭 Reforger》游戏玩家浸湿画面细节



资料来源: GameLook, 天风证券研究所

17. **Marvelous 擅长农场养成类游戏，致力打造全球化独创 IP。**2020 年 5 月，腾讯投资日本游戏公司 Marvelous 70 亿日元（约 3.4 亿元），并获得 20% 股权。Marvelous 于 2005 年 3 月在东京证券交易所上市，其代表端游有《符文工房》《牧场物语》《天穗之

《闪乱神乐》等，代表 VR 游戏有《SENTRAN KAGURA Peach Beach Splash》。同时，Marvelous 在动画、音乐以及线下娱乐方面也有业务布局。公司专注于农场养成类游戏，代表作《牧场物语》于 1996 年发行，采用模拟经营和恋爱养成的游戏设计，是第一代农场养成类游戏，IP 储备丰富。Marvelous 在合作公告中表明，与腾讯将在现有 IP 全球化、投资新创 IP、新业务拓展、新技术使用等方面展开合作。

图 20:《牧场物语》游戏画面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

18. **Genvid 开创直播类新游戏，作品融入人机互动场景。**2020 年 3 月，美国云游戏技术公司 Genvid 获得腾讯等机构 5300 万美元投资。Genvid 运用其云技术创造了大型互动在线活动 (MILE) 这一新品类游戏，代表作品是《Rival Peak》。公司基于“Unity”和“虚幻”两大引擎，通过对游戏和影片流进行时间编码将观众和游戏角色同步，同时依托 Amazon Web Services instances 支持的完整云端游戏后台，实现节目中的 AI 人物与观众在线互动，并且观众在 MILE 中的动作会影响影片的剧情。

图 21: Genvid 游戏直播画面

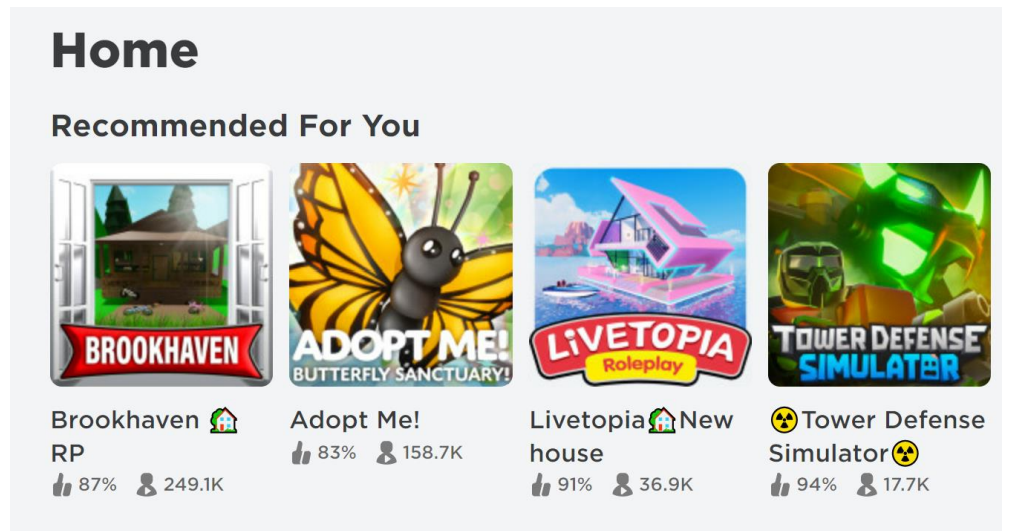


资料来源: Genvid 官网, 天风证券研究所

19. **Roblox 内容生态丰富，技术布局完善，打通多游戏社交。**2020 年 2 月，Roblox 获 1.5 亿美元 G 轮融资，由硅谷风投公司 Andreessen Horowitz 领投，淡马锡和腾讯跟投。Roblox 是一个在线游戏平台，根据财报数据，22Q1 日活超 5000 万。在内容端，Roblox 通过引导和激励机制，触发并推动 UGC 内容创作自循环，构建起丰富的游戏内容生态

体系。在技术端，其底层技术包括用户端的 Roblox Client、开发端的 Roblox Studio 和云端的 Roblox Cloud。Roblox Client 是面向普通用户的 3D 应用程序，Roblox Studio 是一个允许开发者和创造者构建、发行和运行 3D 内容的工具集，Roblox Cloud 可以为平台提供服务和基础架构。因此，Roblox 可以为开发者提供实用的创作工具，帮助他们产出丰富的内容，进而吸引用户流量。在用户端，平台统一的虚拟货币 Robux 打通了经济系统，辅助社区内部自循环，可实现平台中多游戏社交。

图 22: Roblox 游戏平台页面



资料来源: Roblox 官网, 天风证券研究所

20. 白金工作室由卡普空前员工成立，主要开发 ARPG 类端游。2020 年 1 月，腾讯投资日本游戏公司白金工作室，核心产品包括《巴比伦的陨落》《猎天使魔女》《尼尔：自动人形》《Sol Cresta》等。白金工作室由神谷英树、稻叶敦志、三并达也于 2007 年共同创立，神谷英树、稻叶敦志曾工作于卡普空第四开发部，开发了《生化危机》《鬼泣》《鬼武者》等知名游戏作品，三并达曾担任第三开发部执行部长，拥有丰富的游戏制作经验。

图 23: 《猎天使魔女 3》游戏画面



资料来源: 白金工作室官网, 天风证券研究所

21. FunCom 在开放世界多人游戏、动作游戏和生存游戏领域经验丰富。2020 年 1 月，腾讯投资 1.48 亿美元收购挪威游戏公司 FunCom，其代表作品有《沙丘》《重金属：地狱歌手》《流放者柯南》《科南时代》《conan chop chop》《秘密世界》等。其中，《流放者柯南》吸金能力强，在 2018 年以超 140 万套的销量成绩打破了 Funcom 的营收

记录。

图 24:《流放者柯南》游戏画面

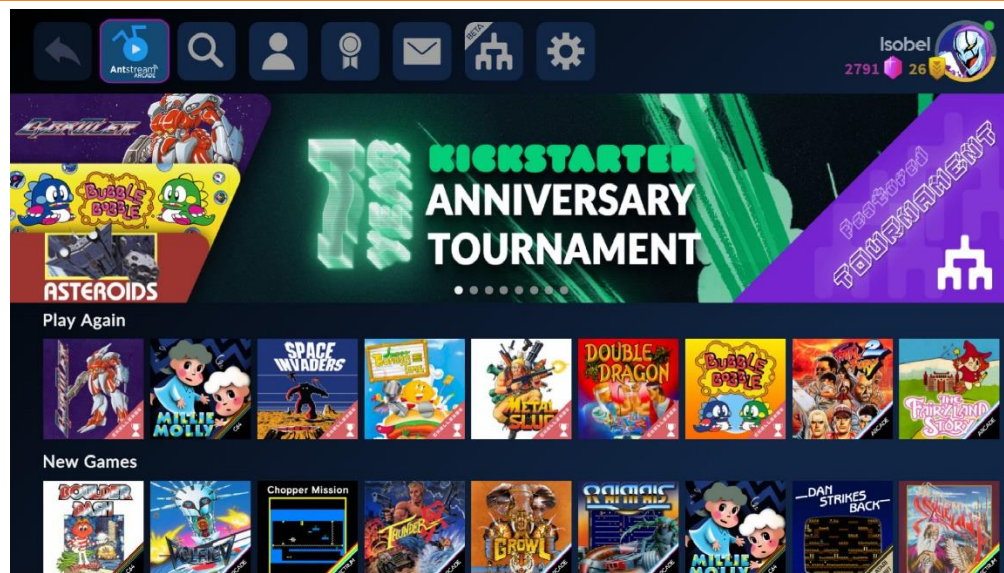


资料来源: FunCom 官网, 天风证券研究所

2.4. 2019 年投资案例：主要投资游戏平台 and RPG 类游戏

22. Antstream Arcade 打造复古游戏云平台, 腾讯投资以丰富云游戏体系。2019 年 7 月, 腾讯投资英国游戏平台公司 Antstream Arcade, 玩家只需付费订阅服务即可直接通过云串流的方式进行游玩, 平台提供超 2000 款获得授权的经典老游戏。此外, Antstream 还加入了独创的挑战系统, 玩家可以跟其他用户竞争, 增加了平台的社交属性。

图 25: Antstream Arcade 平台界面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

23. Sharkmob 由前育碧团队组建, 为 RPG 游戏资深研发者。2019 年 5 月, 腾讯收购了瑞典游戏公司 Sharkmob, Sharkmob 的代表作品有大逃杀主题端游《血猎》。Sharkmob 的 CEO Fredrik Rundqvist 是育碧 Massive 工作室的前 CEO, 曾担任过 TPS 游戏《全境封锁》的执行制作人。《全境封锁》及 Snowdrop 引擎技术总监 Anders Holmquist、《全境封锁》游戏总监 Petter Mannerfelt、以及《杀手》全境封锁》的美术总监 Rodrigo Cortes 也追随 Rundqvist 创建 Sharkmob。端游《全境封锁》在发售后 24 小时之内的销量曾打破过往育碧游戏纪录, 同时其数字版销量也创造了新纪录, 是育碧销售最快的游戏。

图 26:《血猎》游戏画面



资料来源: Sharkmob 官网, 天风证券研究所

24. **Fatshark 专注于 MMORPG 类游戏, 曾推出热门游戏《Warhammer: Vermintide 2》。**2019 年 5 月, 腾讯投资瑞典游戏公司 Fatshark 5630 万美元, 收购其 36% 股权。公司开发的主要游戏有《Warhammer: Vermintide 2》《Dreadlands》《Warhammer-End Times: Vermintide》等。其中,《Warhammer: Vermintide 2》采用了 FPS 玩法, 场景画面精致, 上线 4 天内销量达 50 万套, 收入达千万美元。

图 27:《Warhammer: Vermintide 2》游戏画面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

2.5. 2018 年投资案例: 关注细分领域游戏, 首次开拓印度市场

25. **Dream 11 为印度最大体育游戏平台, 腾讯借机插旗印度游戏市场。**2018 年 9 月, 腾讯投资 1 亿美元于印度体育游戏平台 Dream 11。Dream11 是印度最大的体育游戏平台, 2019 年初市占率近 90%。该平台可以让玩家选择即将到来的比赛, 支付参赛费后创建由真实球员组成的虚拟团队, 玩家根据所选球员在实际比赛中的表现获得积分, 积分可以用于兑换奖励。该平台提供梦幻板球、足球、卡巴迪等比赛类型, 同时, Dream11 也是 Hero CPL (加勒比海英超联赛)、Hero ISL (印度足球超级联赛) 和

NBA 的官方合作伙伴。Dream11 当前有超 1.3 亿用户，每日上线比赛超 1000 场。

26. **Grinding Gear Games 深耕暗黑品类，扩充腾讯游戏品类布局。**2018 年 5 月，腾讯投资收购新西兰游戏公司 Grinding Gear Games 80% 股权。Grinding Gear Games 核心产品为动作 RPG《流放之路》，场景布局和怪物模型风格以暗黑为主基调，研发周期持续十年，凭借人工手绘的装备道具、立体的音源效果等细节处理以及公平的游戏机制吸引玩家。随着人口红利的逐渐消退和独立游戏的兴起，游戏品类细分趋势明显，腾讯通过《流放之路》帮助自身建立在暗黑品类游戏中的品牌价值和优势地位。
27. **Ubisoft 运用云原生技术提升云计算能力，持续丰富游戏研发品类。**2018 年 3 月，腾讯投资法国游戏公司 Ubisoft 4.5 亿美元(约 28.7 亿元人民币)，并获得 5% 股权。Ubisoft 拥有创新云原生技术 Ubisoft Scalar，采用微服务架构，将传统引擎的每个组件和系统独立存放于云端，从单处理器系统封闭模式转化为以不限数量机器为基础的分散模式，实现虚拟世界的深度拟真和环境构建，为其自研游戏引擎 Anvil 和 Snowdrop 等提供更强的云计算能力。Ubisoft 旗下热门产品包括端游《刺客信条》《看门狗》《孤岛惊魂》《幽灵行动》《全境封锁》《彩虹六号》以及《纪元》等，VR 游戏《燃烧的巴黎圣母院》《Space Junkies》等，以及手游产品《Wild Arena Survivors》。

图 28：《刺客信条：英灵殿》游戏画面



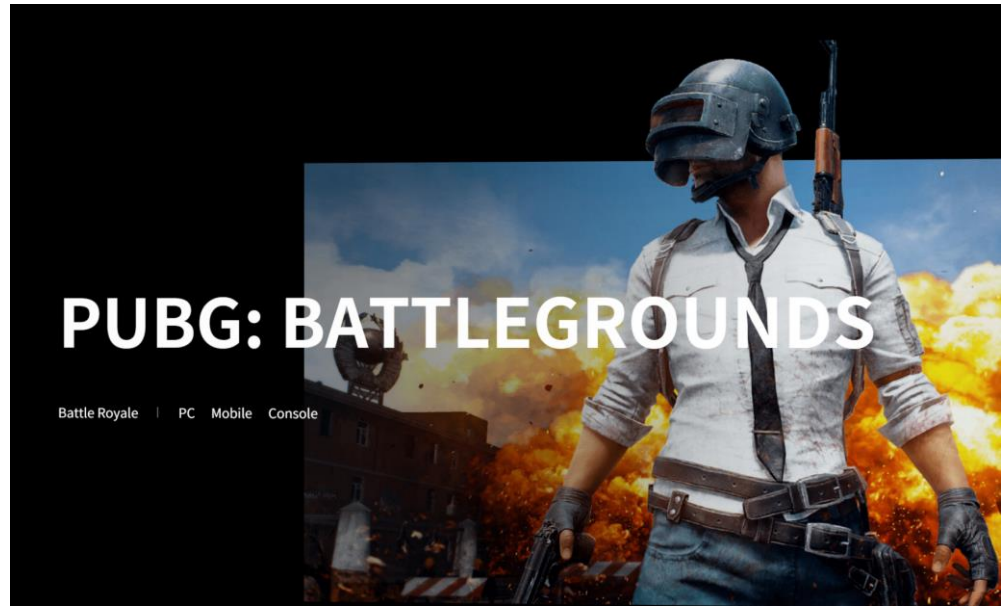
资料来源：Ubisoft 官网，天风证券研究所

28. **Kakao Games 用户触达优势明显，业务布局兼具研发和发行。**2018 年 2 月，腾讯出资 500 亿韩元获得韩国游戏公司 Kakao Games 5% 股权。Kakao Games 聚焦全球市场的平台、发行和投资研发。Kakao Games 背靠韩国国民级社交软件 Kakao Talk 进行游戏营销，拥有出众的用户触达能力。在发行领域，《绝地求生》《月光雕刻师》以及基于 Kakao Friends IP 的部分休闲游戏均通过 Kakao Games 完成了全球发行。在研发领域，Kakao Games 自研游戏《奥丁：神叛》上线后连续 100 天位于 Google Play 和 App Store 畅销榜第一。此外，公司成功聘请宋在京团队，该团队曾开发韩国头部游戏 IP《天堂》与《风之国度》，提升了外部对 Kakao 开发能力的认可。

2.6. 2017 年投资案例：参股《PUBG》研发公司，布局 VR 新类型游戏

29. **Krafton（曾用名 Bluehole）拥有热门吃鸡游戏《PUBG》，玩家流量池庞大。**2017 年 9 月腾讯通过收购韩国国内外多家风投公司共持 Krafton 5% 股份。Krafton 是一家端游和手游研发发行商，核心产品包括 MMORPG 游戏《PUBG》《TERA》等，其中《PUBG》累计下载超 7000 万次，被评为“The Steam Awards 2018”年度游戏。

图 29:《PUBG》游戏宣传画面



资料来源: Krafton 官网, 天风证券研究所

30. Milky Tea 凭借《超级战士球》取得腾讯投资。2017 年 8 月, 腾讯投资了英国游戏公司 Milky Tea。Milky Tea 推出了三款端游产品, 第一款产品是于 2013 年推出的以横版跑酷为核心玩法的手游《Roller Rally》, 之后于 2015 年转向 PC 与主机端游戏, 制作并发行了一款类似于《马里奥赛车》玩法的竞速游戏《Coffin Dodgers》。2017 年 3 月 Milky Tea 展示了处于 Pre-Alpha 版本阶段的以动作竞技为主的多人对抗游戏《超级战士球》, 这被 CEO 认为是获取腾讯投资的重要原因之一, 后于 2020 年正式推出。

图 30:《超级战士球》游戏画面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

31. Frontier Development 位于 VR 游戏研发前列, 助力腾讯多产业布局。2017 年 7 月, 腾讯投资英国游戏公司 Frontier Development 1770 万英镑 (约 1.5 亿元), 并获得 9% 股权。Frontier Development 通过自研跨平台技术开发多平台游戏、设计硬件和用户界面, 以及提供沉浸式 VR 游戏。公司的主要游戏产品包括《动物园之星》《F1 车队经理 2022》《侏罗纪世界: 进化世界》《过山车之星》以及 VR 游戏《Elite Dangerous》, 其中 VR 游戏《Elite Dangerous》曾获得“2015 年游戏开发者选择奖”。

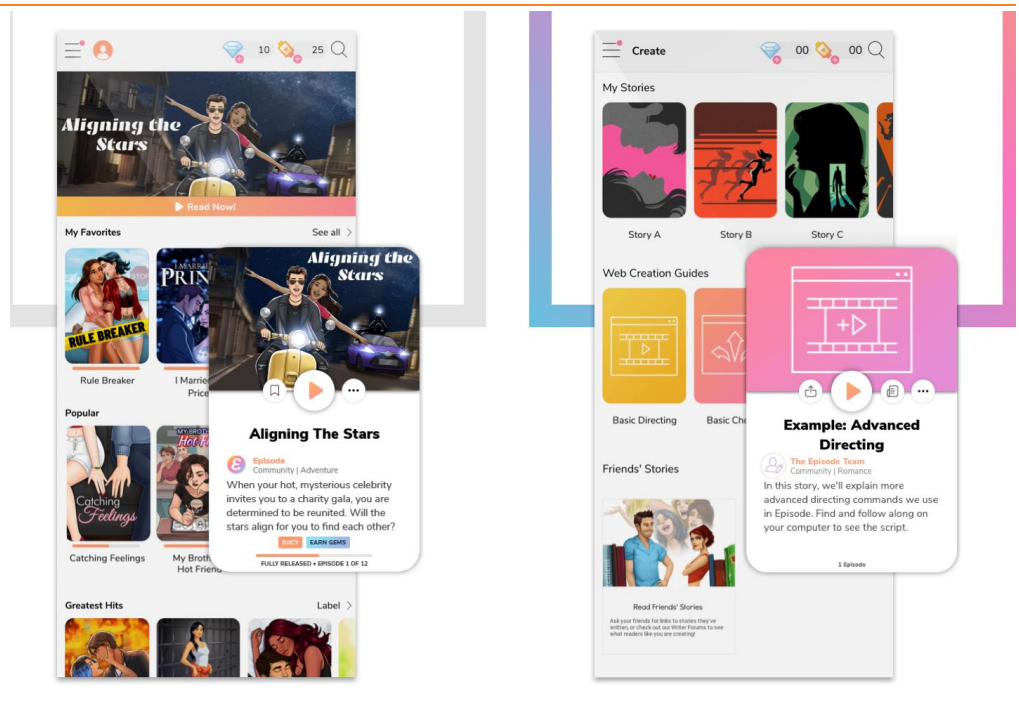
图 31: 《Elite Dangerous》游戏界面



资料来源: Steam, 天风证券研究所

32. **Pocket Gems** 主要从事中核手游研发, 凭借高品质拉动游戏长生命周期。2017 年 5 月, 腾讯投资美国游戏公司 Pocket Gems 9000 万美元, 加上 2015 年向其投资的 6000 万美元, 此轮投资后腾讯持有其 38% 股权。Pocket Gems 拥有《Episode》《War Dragons》和《Adventure Chef》等游戏, 研发游戏数量少, 但是整体质量可靠。其中,《Episode》作为一款章节型交互漫画式体验游戏, 操作简单, 方式休闲, 吸引了大批量年轻女性玩家, 在北美和欧洲几大重要市场上都达到过 Top10 左右的好成绩。《War Dragons》是一款以重度玩家为主要目标市场的多人对战游戏, 玩法上动作结合 RPG, 并且拥有内容丰富的 PVP 玩法和塔防玩法。根据 Sensor Tower 数据, 2022 年 6 月 Pocket Gems 游戏全球下载量约为 60 万次, 营收 300 万美元。

图 32: 《Episode》游戏介绍



资料来源: 《Episode》游戏官网, 天风证券研究所

2.7. 2016 年投资案例: 大举收购 Supercell, 布局东南亚新兴市场

33. **Supercell 善于打造热门游戏，产品氦金能力上乘。**2016年6月，腾讯等公司投资芬兰游戏公司 Supercell 86 亿美元，并获得其 84% 股权。Supercell 专注于中核手机游戏，主要产品包括《部落冲突》《海岛奇兵》《皇室战争》《荒野乱斗》以及《卡通农场》等。Supercell 拥有较强的热门打造能力，2010 年成立以来仅发行了 5 款游戏，总下载量超 50 亿次，每款游戏的总收入均超 10 亿美元，其中《部落冲突》和《皇室战争》的累计营收超 100 亿美元。

图 33:《部落冲突》游戏画面



资料来源:《部落冲突》官网, 天风证券研究所

34. **Paradox Interactive 致力于策略类游戏，明星产品《群星》首发火热。**2016年5月，腾讯投资瑞典游戏公司 Paradox Interactive 1.38 亿元，收购其 5% 股权。Paradox Interactive 主要产品包括《十字军之王》《欧陆风云》《钢铁雄心》《维多利亚》《城市：天际线》《群星》以及《罪恶帝国》等。其中，2016 年发布的《群星》首日销量破 20 万，收入超 5000 万元，创造了公司首日销售历史。

图 34:《群星》游戏画面

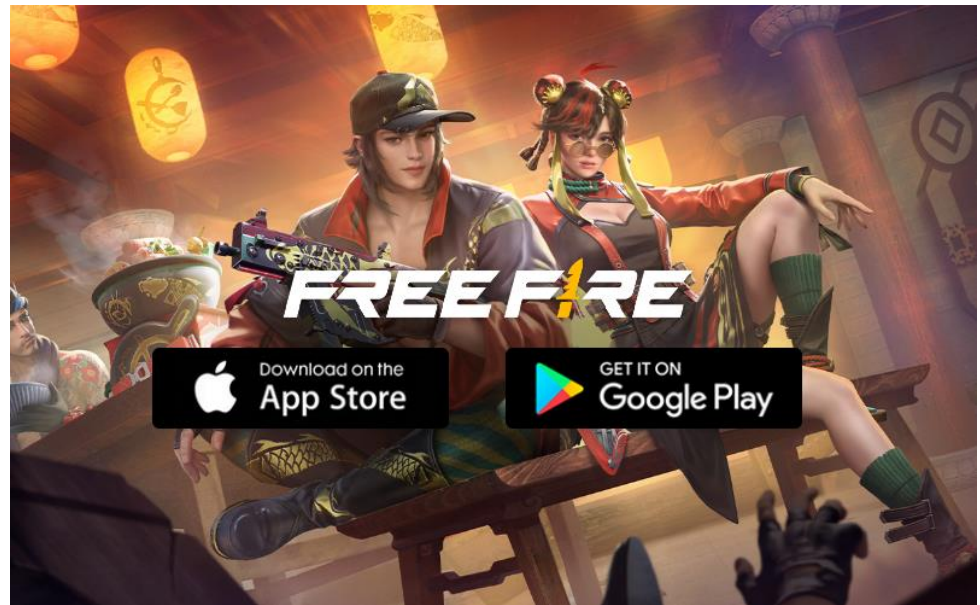


资料来源: Paradox Interactive 官网, 天风证券研究所

35. **Garena 深耕东南亚地区，内容及运营本地化构建竞争壁垒。**2016年4月，腾讯投资新加坡游戏公司 Garena 1.7 亿美元。Garena 推出过自研热门手游《Free Fire》，还拥有《英雄联盟》《使命召唤》《王者荣耀》《穿越火线》《全民突击》等游戏的东南亚代

理权。同时，Garena 提供在线游戏直播、论坛与电竞赛事等其他娱乐内容。Garena 与腾讯、网易等国际大厂展开游戏代理与发行合作，Pipeline 资源供应充足。同时 Garena 深耕东南亚地区，擅长对游戏内容进行本地化，并对不同地区市场进行精细化运营。在内容本地化方面，Garena 在多个市场招募本地化运营团队，融入当地文化特色，为游戏定制多语言版本。在运营本地化方面，Garena 在营销端通过多渠道提升产品曝光度与玩家接触面，在服务端于 GSEA 地区设立 12 处服务器与客服团队，保障玩家的快速连接与游玩体验，在法律端针对印尼、越南与泰国等重要市场设立法务团队，以满足各市场内容监管的需求。

图 35:《Free Fire》游戏宣传画面

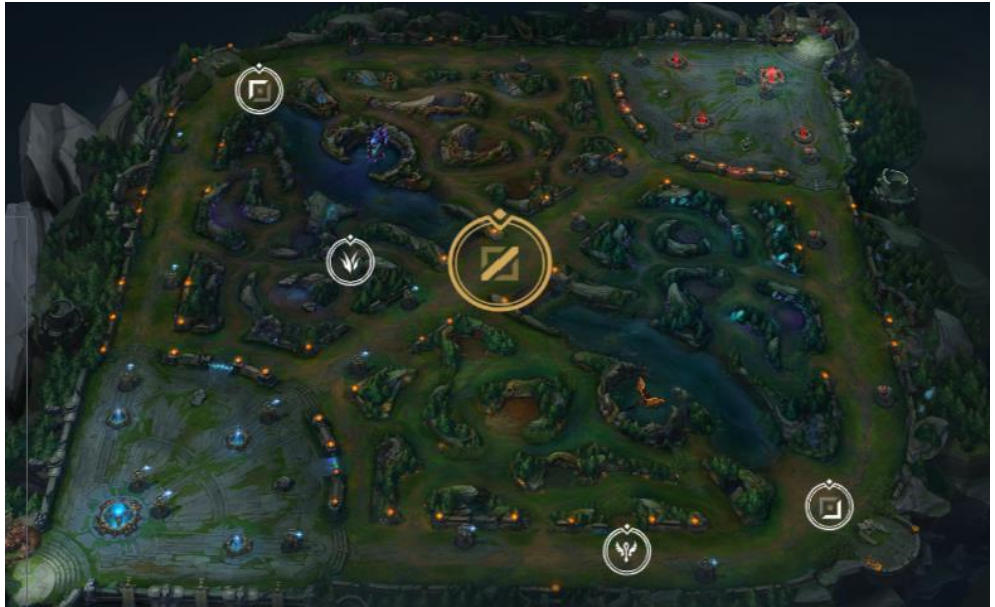


资料来源：Garena 官网，天风证券研究所

2.8. 2015 年投资案例：入股拳头公司和 Miniclip 等明星标的

36. 拳头公司自研热门游戏《英雄联盟》，流量优势构建护城河。2015 年 12 月，腾讯收购美国游戏公司拳头游戏 100% 股权。拳头游戏是一家手游和端游开发商，同时也是电子竞技锦标赛组织者。公司代表产品有用于电子竞技博彩比赛的 MOBA 游戏《英雄联盟》，还经营过《英雄联盟》相关的电竞赛事。拳头已经成功创造出多款拥有强大社区的游戏，截至 2021 年 10 月底，《英雄联盟》全球独立玩家数量超 6 亿，月活跃玩家的总量达 1.8 亿。

图 36:《英雄联盟》游戏宣传画面



资料来源：英雄联盟官网，天风证券研究所

37. Artillery Games 团队老练，曾打造热门游戏《Atlas》。2015 年 10 月，腾讯投资了美国游戏公司 Artillery Games，其代表作品为《Atlas》。《Atlas》是一款大型沙盒生存 MMO 游戏，玩家可以在游戏中扩张领地、搭建船只、寻找宝藏、建造城堡、以及掠夺物资并招募船员成立舰队等。该游戏上线当天即进入全球畅销榜前 10 名，三天内实现了 4.67 万玩家同时在线记录。Artillery 公司核心团队拥有超 20 年游戏研发行业经验，同时聘用了《星际争霸》解说 Sean Day Plott 参与游戏设计。

图 37：《Atlas》游戏画面



资料来源：Steam，天风证券研究所

38. VC Mobile Entertainment 涉足中重度手游领域，腾讯加码多品类布局。2015 年 4 月，美国游戏公司 VC Mobile Entertainment 收到腾讯参投的 450 万美元融资。VC Mobile Entertainment 专注于手游研发，由 PC 角色扮演游戏《魔法门》创始人 Jon Van Caneghem 于 2015 年创立。2017 年 1 月，该工作室发布了其第一款战略角色扮演游戏《Creature Quest》。在收购动作前后，随着手机性能不断提高，中重度手游的市场需求不断加大，由休闲类轻度手游起家的腾讯开始着手加码中重度手游，提升其在已成功转型中重度手游厂商中的竞争力。

图 38：《Creature Quest》游戏宣传画面



资料来源：Creature Quest 游戏官网，天风证券研究所

39. Glu Mobile 业务转向生活家居类手游，IAP 模式带动收入增长。2015 年 4 月，腾讯投资 1.26 亿美元收购美国游戏公司 Glu Mobile 14.6% 股权。Glu Mobile 是中核手游开发商和发行商，游戏主题涵盖时尚设计、明星改变类、以及射击格斗。其中，设计格斗类游戏是其传统业务，代表作品有《Gun Bros》《火线指令》《杀手》《永恒战士》《血之荣耀》《猎鹿人》等。生活家居类手游是公司的主要增量业务，代表作品有《Covet Fashion》和《Design Home》等。Glu 热衷于具有 3D 效果的大预算移动游戏，同时已形成通过免费游戏微交易创收的成熟商业模式，2021 年被 EA 以 24 亿美元的价格收购。

图 39：《Design Home》游戏画面



资料来源：Glu 官网，天风证券研究所

40. Robot Entertainment 业务包括端游研发和发行，曾打造热门游戏《Orcs Must Die! 3》。2015 年 2 月，腾讯投资美国游戏公司 Robot Entertainment，其核心产品包括《Hero Academy》《Orcs Must Die!》。《Orcs Must Die!》是一款塔防射击竞技类游戏，其单机版本曾积累了 700 万粉丝。

图 40：《Orcs Must Die! 3》游戏画面



资料来源：Steam，天风证券研究所

41. Miniclip SA 擅长创造长线热门游戏，玩家活跃度高。2015 年 2 月，腾讯投资瑞士游戏公司 Miniclip SA，并成为最大股东。Miniclip SA 从页游领域起家，后逐步转型转型手游领域，主要产品有《8 Ball pool》《Agar.io》等。其中，Sensor Tower 数据显示，《8 Ball pool》上线 5 年间累计收入超 4 亿美元，累计下载量超 4.6 亿次，上线 5 年节点月流水仍超 666 万美元。截至 2022 年 8 月初，据 Miniclip SA 官方统计，其游戏下载总量超 40 亿，月活达 2.5 亿，日活为 5000 万。

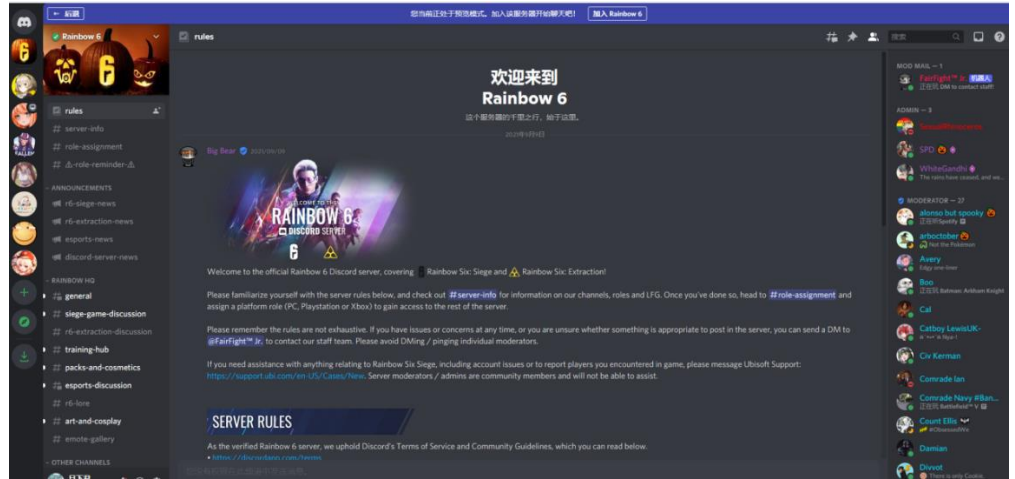
图 41：《8 Ball pool》游戏画面



资料来源：Miniclip SA 官网，天风证券研究所

42. Hammer & Chisel 以游戏社交为基础，打造产品社区功能。2015 年 2 月，Hammer & Chisel 收到腾讯等机构数百万美元投资。Hammer & Chisel 自主研发了游戏语音聊天应用 Discord，并逐步以游戏社交为基础，发展成为给拥有相同兴趣爱好的陌生用户提供互动的社交场所，社区价值逐步凸显。Discord 用户具有对自己频道的控制权，可以自主设定好友加入条件，允许用户创建多个频道，达到自主选择社交的效果，在提升用户体验的同时保持了用户社交的私密性。此外，Discord 的 UI 设计优良，主页面被纵向切割为了四个部分，用户可以快速地浏览每个模块的内容，整体视觉观感佳。

图 42：Discord 四分屏 UI 界面



资料来源：游戏茶馆公众号，天风证券研究所

2.9. 2014 年投资案例：逐步打开日韩市场，投资渗透手游领域

43. Aiming 商业模式成熟，携手腾讯迈入日本市场。2014 年 12 月，日本 MMO 手游研发公司 Aiming 成为腾讯投资的第一家日本手游开发公司，其主要产品有《Caravan Stories: Academy of Magic》《勇者斗恶龙战略指挥家》《Logres》等。公司拥有超 10 年在线游戏开发和运营经验的核心员工，以及成熟的免费游戏商业模式，在技术以及游戏设计层面具备优势，其开发的 MMRPG 手游《Logres》曾排名日本畅销榜前三。

图 43：《Logres》游戏画面



资料来源：Aiming 官网，天风证券研究所

44. Playdots 主打 F2P 休闲手游。2014 年 12 月，美国游戏公司 Playdots 收到由腾讯领投的 1000 万美元融资，曾推出三消手游《Dots》和《TwoDots》。游戏场景设计十足，操作简单易玩。

45. 4:33 Creative Lab 擅长 RPG 和 MMO 类游戏，曾推出《Blade》等热门游戏。2014 年 11 月，腾讯联合 Line 投资韩国游戏公司 4:33 Creative Lab 1.1 亿美元，公司代表产品有《拳击之星》《世界棒球之星》《Eroica》《Blade for Kakao》等 RPG 和 MMO 类游戏。其中，《BLADE for Kakao》开启了韩国中重度手机游戏市场的大门，是第一个获得韩国游戏行业中最高奖“总统奖”的手机游戏，上线 6 个月内在韩国下载量达 600 万，韩国区累计收入达 9000 万美元。

图 44：《Blade for Kakao》游戏宣传画面



资料来源: Shaksgame 官网, 天风证券研究所

46. **PATI Games 擅长管理经营类游戏，腾讯投资以扩大韩国市场游戏布局。**2014 年 9 月，腾讯投资韩国游戏公司 PATI Games 1.2 亿元并获得 20% 股权，以增强腾讯在韩国游戏业务的布局。PATIGame 的代表产品是手游《咖啡恋人》《我爱意大利面》，《咖啡恋人》中玩家可以模拟经营咖啡馆，《我爱意大利面》中玩家可以收集新鲜食材制作各种面食。该公司专注于开发休闲游戏，在开发中度经营类游戏领域经验丰富。

图 45:《咖啡恋人》游戏画面



资料来源: Nexture 官网, 天风证券研究所

47. **TapZen 定位 iOS 平台中核手机游戏开发商。**2014 年 6 月，美国游戏公司 TapZen 收到腾讯约 800 万美元投资，后于 2015 年 1 月被 Kabam 收购。其代表产品有《minstrel War》《Isekai: Demon Waifu》《MAFIA Gene》《Continent of Heroes》等，其中《MAFIA Gene》是一款策略 RPG 手机游戏，以犯罪为核心主题，玩家在游戏中需要保护自己的地盘，抢夺他人的商品，躲避执法人员，不断扩大自己的影响范围。

图 46:《MAFIA Gene》游戏画面



资料来源：TapZen 官网，天风证券研究所

48. **Netmarble 围绕 RPG 游戏拓展休闲游戏阵容，形成多元化产品组合。**2014 年 1 月，腾讯投资韩国游戏公司 Netmarble 约 5 亿美元，截至 2021 年持股比例为 17.52%。2014 年 Netmarble 与 CJ E&M 旗下 CJ Games 合并成立 CJ Netmarble，并于当年 8 月从 CJ 集团下剥离。Netmarble 为移动平台开发了多款 RPG 类游戏，主要产品包括《天堂 2 革命》《漫威未来之战》等。2021 年 8 月，Netmarble 收购了世界第三大移动社交休闲游戏开发商 SpinX Game，SpinX Game 开发的休闲游戏包括《Cash Frenzy》《Lotsa Slots》以及《Jackpot World》等。Netmarble 围绕现有的 RPG 游戏增加社交休闲游戏品类，通过多元化的产品组合不断加强公司在全球移动游戏市场的竞争优势。截至 22Q1，Netmarble 休闲类游戏收入占比 48%，RPG 类游戏收入占比超 40%。

图 47：《漫威未来之战》游戏画面



资料来源：Netmarble 官网，天风证券研究所

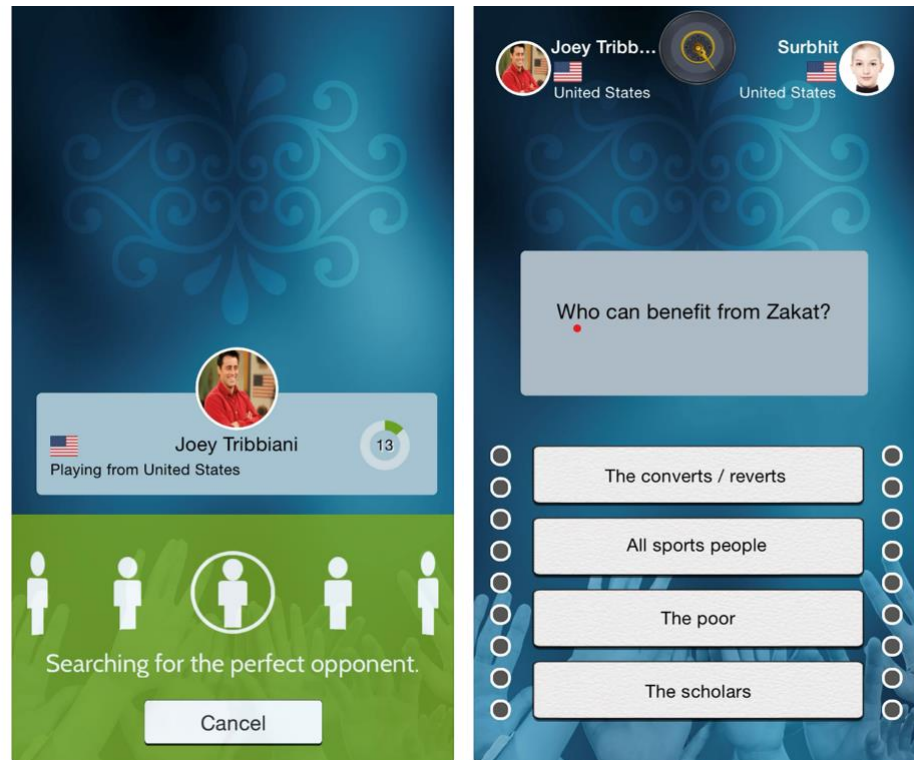
49. **CJ Games 背靠 CJ E&M 集团，拥有丰富流量加持。**2014 年 3 月，腾讯投资 5 亿美元获得韩国游戏公司 CJ Games 28% 股份。CJ Games 是一家端游和手游开发和运营商，隶属 CJ E&M 集团。CJ E&M 是一家韩国国际传媒集团，旗下业务涉及电视、电影、音乐、演出、游戏等多样化的媒体形式和服务平台，因此 CJ Games 拥有天生的流量优势。主要手游产品有《大家一起恰恰恰》《Taming Monster》《Modoo Marble》，端游产品有《Blood Anima》等。CJ Games 并购了 CJ E&M 旗下的游戏发行部门

Netmarble，以获取游戏开发和发行的协同效应，合并后的新公司为 CJ Netmarble。

2.10. 2013 年投资案例：投资答题类游戏开发商 Plain Vanilla 和动视暴雪

50. **Plain Vanilla 核心产品为答题类游戏，游戏设计创造较佳用户体验。**2013 年 11 月，腾讯投资冰岛游戏公司 Plain Vanilla 2200 万美元，其代表产品是社交问答游戏《QuizUp》，后被 Glu Mobile 收购。《QuizUp》的优势在于题库量大，各细分主题涉及的范围较广，以及游戏竞赛机制设置巧妙等，用户体验高于其他同类型游戏。该游戏上线一周内迅速攀升至 App Store 免费榜应用第一名，注册用户超过 170 万。

图 48：《QuizUp》游戏宣传画面



资料来源：App Store，天风证券研究所

51. **动视暴雪拥有核心产品《魔兽争霸》和《使命召唤》，腾讯入股争夺国内代理权。**2013 年 3 月，腾讯投资美国游戏公司动视暴雪，动视暴雪由美国动视和维旺迪游戏部门暴雪娱乐于 2008 年 7 月 9 日合并而成，合并后动视与暴雪娱乐的业务并未整合，基本处于各自独立的状态。动视旗下的《使命召唤》系列和暴雪旗下的《魔兽争霸》系列、《魔兽世界》在全球范围内都享有较高的知名度和影响力。腾讯入股动视暴雪，一方面可能数因为这家公司在出产 3A 级作品方面的能力较强，同时也为了和网易争夺新游的代理权。2022 年 1 月，微软宣布将以 687 亿美元价格收购动视暴雪，交易已获得微软和动视暴雪董事会批准，预计于 2023 财年完成。

2.11. 2012 年投资案例：参股自研游戏引擎开发商 Epic、游戏社区 ZAM

52. **Epic 自研引擎实现高保真效果，游戏研发紧贴元宇宙概念。**2012 年 7 月，腾讯投资 3.3 亿美元于美国游戏开发和发行商 Epic，并持有其 48.4% 股权。Epic 自主研发的“虚幻引擎”是全球较为先进的开放实时 3D 创作平台，为游戏开发者提供核心技术、数据生成工具以及基础支持，主要被应用于复杂的高质量游戏，合作方包括艺电、索尼、育碧、久游等。“虚幻引擎”的优势在于其 Nanite 和 Lumen 功能增强了游戏画面的真实性，实现沉浸式互动体验。同时，Epic 正与 Manticore Games 等公司合作降低“虚幻引擎”的使用门槛，提升该引擎的普及性。在游戏领域，“虚拟引擎”被用于 Epic 自研的第三人称射击游戏《堡垒之夜》，该游戏允许玩家创建自己的头像并为玩家提供丰富的皮肤

IP，拥有独有货币 V-Bucks，还于 2020 年 4 月邀请美国知名饶舌歌手 Travis Scott 在游戏中举行虚拟演唱会，展现出丰富元宇宙元素，当时在线玩家数超 1230 万。截至 2020 年 5 月，《堡垒之夜》注册玩家突破 3.5 亿人。

图 49：虚幻引擎的高保真技术示例



资料来源：Epic 官网，天风证券研究所

53. ZAM 专注建立欧洲游戏社区，包含多个欧美主流游戏。2012 年 2 月，腾讯投资美国游戏媒体 ZAM，其社区涵盖的游戏包括《魔兽世界》《EQ》《最终幻想》等，该社群有多个独立的针对单款网络游戏的子站，并且拥有类似国内的 BBS 社区、贴吧、知道等功能。同时 ZAM 旗下 Wowhead, Thottbot, 及 MMOUI 也提供游戏工具插件、皮肤等下载服务。

2.12. 2008 年投资案例：投资美国本土发行商及游戏开发商 Outspark

54. Outspark 聚焦 MMO 游戏发行，美国本土渠道优势突出。2008 年 1 月，腾讯投资美国游戏发行商 Outspark 1100 万美元。Outspark 是专注于免费增值的 MMO 游戏发行商，代表产品包括《Fiesta Online》等。Outspark 是美国本土代理商，渠道优势明显。

图 50：《Fiesta Online》游戏画面

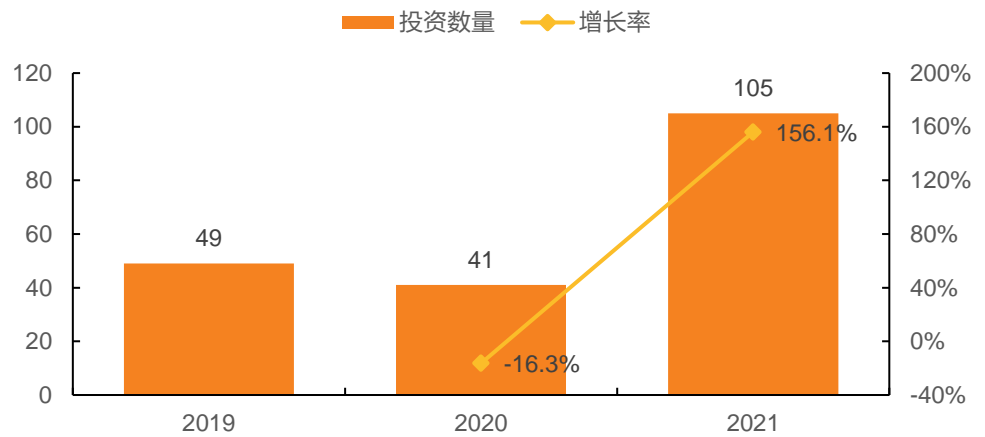


资料来源：Steam，天风证券研究所

3. 热衷数科领域战略投资，投资组合形成“指数基金”效应

腾讯投资涉及领域广泛，数字科技相关领域重要性凸显。腾讯投资是腾讯集团的核心战略部门之一，主导集团投资相关业务，长期专注于文娱传媒、消费零售、民生教育、金融科技、企业服务及中国港澳台及海外投资等领域。腾讯投资涉及的领域广泛，但是在各领域都较为注重数字化以及信息化的投入。据零壹智库不完全统计，2019至2021年间，腾讯投资总共参与的投融资事件为521起，其中投向数字科技企业的数量为195起，数字科技投融资占比达到37.43%，是中国布局数字科技企业最多的十大PE/VC机构之一。2019年和2020年数字科技投融资数量相当，而在2021年其投资事件大幅上涨156%至105件。

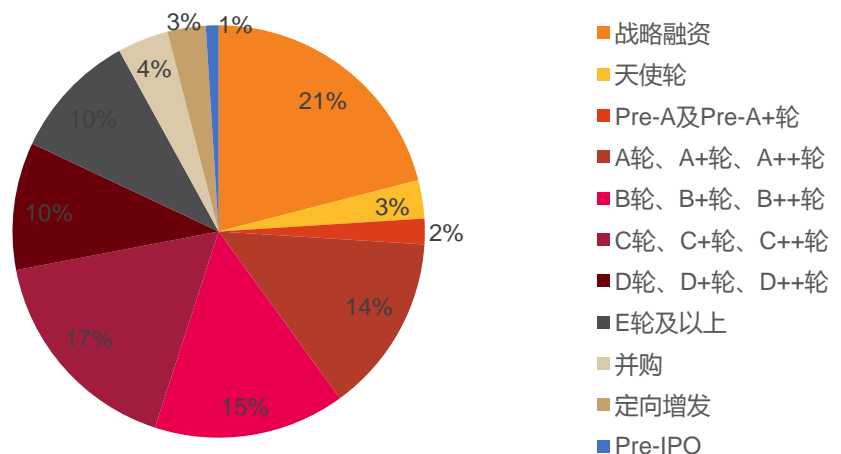
图 51：腾讯投资 2019 至 2021 年投资数字科技企业事件次数



资料来源：零壹智库、陆家嘴杂志，天风证券研究所，注：据不完全统计

腾讯投资风格“快准狠”，数字科技领域倾向于战略投资。腾讯投资是国内较为典型的战略投资践行者，因为其管理合伙人认为财务价值是投资具有战略价值项目所带来的结果，2020年腾讯投资提出的对战略价值的考核方面主要包括能否帮助腾讯建设核心能力、产业互联网业务协同、以及业务前瞻性布局。据零壹智库不完全统计，2019至2021年间腾讯投资对于数字科技赛道的投融资分布中，战略投资占比高达21%，其中多家明星企业都为其战略融资标的，包括第四范式、兴盛优选等，其余轮次投资占比相当，A、B、C轮均保持在15%左右。

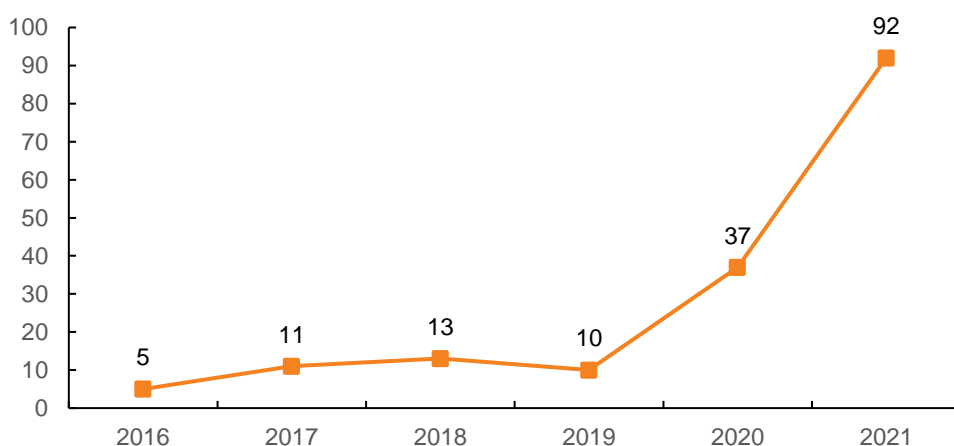
图 52：腾讯投资 2019 至 2021 年投资数字科技企业轮次分布



资料来源：零壹智库、陆家嘴杂志，天风证券研究所，注：据不完全统计

大量投资构建起游戏领域竞争优势，投资品类未来将日益多元化。2020年是腾讯在游戏领域投资的分水岭，之前腾讯投资强调通过大量投资打造牢固的生意基础，标的公司通常具有高 DAU，或者能够帮助腾讯搭建手游市场的基础设施等特点。例如，2013年腾讯收购虚拟引擎开发商 Epic 近 50% 股份，2015 年腾讯全资收购代表作为《英雄联盟》的拳头游戏，2018 年成为代表作为《PUBG》的蓝洞第二大股东。通过这些投资，腾讯在中国港澳台及海外创收大幅增长，并成功抓住了端游转手游的工业化转型，打造了《王者荣耀》和《绝地求生》两款热门游戏，确立了其在手游领域的领先地位。此外，中国港澳台及海外投资也帮助腾讯避免潜在知识产权问题。在 2020 年之后，随着竞争优势地位的确立，腾讯游戏投资在多维度上明显提速。在投资数量方面，2020 年起游戏投资节奏加速，2021 年全年在游戏领域的投资数量达 92 起，约为 2019 年全年的 9 倍。在游戏品类方面，腾讯投资布局方向整体趋于全面多元，所投资的游戏相关企业开始涉及到几乎所有产品品类，包括卡牌、MMORPG、策略、射击等主流游戏类型。

图 53：2016-2021 年腾讯在游戏市场投资数量变化情况



资料来源：伽马数据(CNG)企业年报、锦缎研究院，天风证券研究所

大举发力 XR 技术研发，着手启动 XR 游戏布局。在“SPARK 2022”腾讯游戏发布会上，腾讯高级副总裁马晓轶表示，腾讯最近已经成立软硬一体的 XR 业务线，希望抓住未来 4-5 年内的机会，在软件、内容、系统、工具 SDK、硬件等各环节积极尝试，打造行业标杆的 VR 产品与体验。据 IPRdaily，2020 年以来的 VR/AR 全球发明专利排行榜 TOP100，排名前三分别为三星、腾讯、百度。在 VR 游戏产品方面，腾讯先后投资了代表作为沉浸式 VR 游戏《Elite Dangerous》的 Frontier Development、推出 VR 游戏《燃烧的巴黎圣母院》的 Ubisoft、擅长农场养成类游戏的 Marvelous、以及 Crytek 等。

表 2：2020 年以来 VR/AR 全球发明专利排行榜 TOP10

排名	公司名称	相关 AR/VR 专利申请数
1	三星	4094
2	腾讯	4085
3	百度	3094
4	索尼	2637
5	OPPO	2301
6	平安集团	2260
7	商汤科技	2194
8	佳能	2163

9	华为	2126
10	微软	2108

资料来源：IPRdaily、电子发烧友网公众号，天风证券研究所

腾讯投资方向有望引领游戏行业发展风向。大多早期游戏工作室难以支撑游戏开发的长期投资和高波动的回报率，这使得其倾向接受腾讯的投资。随着对游戏内容提供商投资的阶段愈发早期，腾讯在游戏市场的影响力也将越发稳固。同时，伴随在内容方面全维度的海量投资，腾讯或已成为互联网投资领域的最大主动基金之一，无论这些投资带来的财务回报如何，至少作为商业竞争策略已经开始发挥威力，腾讯搭建的投资组合在游戏市场中的“指数基金”功能日益凸显。

4. 投资建议

我们认为腾讯基本面仍然稳固，同时随着悲观预期陆续落地，公司持续降本增效，聚焦核心业务，未来两年有望看到公司拐点信号。业务角度，公司核心游戏提供基础业绩支撑，游戏出海有望继续驱动增长，同时公司对中国港澳台及海外游戏公司的大力投资不仅可以带来直接收益，还会为公司在海内外开展的游戏业务带来协同效应，间接为公司创收。此外，视频号流量快速增长创造了可观的变现空间，金融科技、广告中台化、微信生态商业化提供中长期增长驱动力，云等企业服务挖掘产业互联网长期价值。考虑公司投资中国港澳台及海外游戏公司有望提振游戏板块收入，我们预计 2022-2024 年公司将实现营收 5,644/6,033/6,808 亿元，同比增速为 0.8%/6.9%/12.8%；实现调整后归母净利润 1,201/1,384/1,651 亿元，同比增速为-3.0%/15.2%/19.3%，维持买入评级。

图 54：腾讯盈利预测（2020A-2024E）

RMB mn	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenues	482,064	560,118	564,441	603,336	680,781
YoY % change	27.8%	16.2%	0.8%	6.9%	12.8%
Cost of revenues	260,532	314,174	325,393	344,095	397,219
Gross profit	221,532	245,944	239,048	259,241	283,562
YoY % Change	32.2%	11.0%	-2.8%	8.4%	9.4%
Gross margin	46.0%	43.9%	42.4%	43.0%	41.7%
Operating profit	184,237	271,620	161,182	223,704	243,049
YoY % Change	55.2%	47.4%	-40.7%	38.8%	8.6%
Operating margin	38.2%	48.5%	28.6%	37.1%	35.7%
Net profit attributable to equity holders	159,847	224,822	117,483	184,097	203,424
YoY % Change	71.3%	40.6%	-47.7%	56.7%	-0.6%
Net margin	33.2%	40.1%	20.8%	30.5%	29.9%
Non-IFRS net profit attributable to equity holders	122,742	123,788	120,117	138,423	165,145
YoY % Change	30.1%	0.9%	-3.0%	15.2%	19.3%
Non-IFRS net margin	25.5%	22.1%	21.3%	22.9%	24.3%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 游戏版号监管趋严，新游戏上线不及预期

2021 年 8 月，国家新闻出版署下发《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，要求严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间。自该网游防沉迷新规公布后的 8 个月国家新闻出版署再未公布过国产网络游戏审批信息名单，恢复发放后，版号数量相比于以往大幅减少。游戏版号发放和内容监管的不确定性，或将直接影响着游戏公

司的业务规划，进而造成业绩的波动。

5.2. 反垄断监管风险

2021 年起，国家市场监管总局加大平台经济领域经营者集中反垄断执法力度，维护市场公平竞争秩序，防止资本无序扩张。2021 年查处的平台企业涉及的投资并购领域以零售、信息软件技术、出行领域为主，其他领域包括商务、餐饮、金融、医疗、房地产、教育、文化体育娱乐、物流等。

5.3. 行业竞争加剧

行业内公司加速争夺游戏人才，全球网络游戏领域的重大并购接连不断。例如，2022 年 1 月，美国微软公司宣布拟斥资 687 亿美元收购游戏开发巨头动视暴雪公司，日本索尼集团也于今年宣布将斥资 36 亿美元收购游戏开发商 Bungie。

5.4. 投融资信息偏差

相关投融资信息整理自第三方，或与实际情况存在偏差。

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com