

## 腾讯控股 (00700.HK)

优于大市

## DNF 手游下架安卓应用商店后重回畅销榜首，优质内容议价能力或持续提升

## ◆ 公司研究 · 海外公司快评

## ◆ 互联网 · 互联网 II

## ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn 执证编码: S0980521120004  
证券分析师: 陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn 执证编码: S0980524030003

## 事项:

事项: 2024年6月19日,《地下城与勇士:起源》(后称:DNF手游)官方公告称,因合约到期,6月20日起,DNF手游将不再上架部分安卓平台的应用商店,比如vivo、OPPO等。腾讯提倡安卓端玩家在游戏官网进行下载。

## 国信互联网观点:

下架部分安卓应用商店有望提升游戏的利润率,当前部分其他游戏厂商已经开始选择优化渠道。华为、OPPO、vivo等主流安卓手机厂商联合成立“硬核联盟”,统一将游戏开发者分成比例定为50%,高于苹果和Google的30%。但由于手游下载仍依赖应用商店等传统渠道,游戏厂商不得不接受这一分成比例。DNF手游不再上架安卓渠道,减少的渠道分成费用,预计将促进腾讯游戏毛利率提升。事实上,2023年8月,网易《全明星街球派对》就打出“不上架安卓渠道,全服玩家瓜分15亿分成”的口号,成为网易旗下首个不上架安卓渠道的游戏。

预计DNF手游上线首月流水可达50亿,强IP和优质内容将持续引领游戏行业增长。根据七麦数据畅销榜单,截至6月21日上线32天,DNF手游连续31天稳居国内iOS游戏畅销榜榜首。根据Sensor Tower的数据,在5月上架后的11天里,该游戏在国内iOS市场的收入已经超过《王者荣耀》和《和平精英》的收入总和,使得5月腾讯游戏在移动端的收入实现了12%的增长。我们预估DNF手游首月流水可达50亿元。由于DNF上线以来取得的优异表现,用户对优质内容的追捧和对IP的喜爱奠定了该款游戏的成功,也预示着游戏行业已逐步完成从“渠道为王”向“内容为王”的过渡,下架部分安卓应用商店预计将不会对该游戏流水产生明显影响。实际上,2020年,米哈游旗下的《原神》拒绝上架安卓部分渠道,但其在上线当月月活近千万,一个季度流水接近50亿。《原神》踢开硬核联盟后,依然在国内外市场取得空前成功,证明了好游戏并不依赖渠道推广,可以凭借品质和口碑持续吸引玩家。从当前《原神》手游下载渠道比例来看,Taptap占比15%,小米占比15%,百度占比13%,AppStore占比11%。

投资建议:我们认为伴随游戏行业发展进入平稳期,游戏行业特征将呈现游戏份额向头部厂商和尾部厂商集中,核心原因为腰部厂商如果缺乏长生命周期的大DAU产品,难以长期承受高品质游戏开发的成本,或面临竞争力下滑。因此我们继续推荐腾讯,未来公司利润释放确定性高、可持续性强的收入组合变动和经营杠杆是长期利润释放的驱动力。此外,DNF手游的优异表现再次证明腾讯游戏的长线运营能力。考虑到该款新游戏表现优异,上调盈利预期,预计2024-2026年公司调整后净利润分别为2024/2299/2579亿元(上调幅度1%/2%/2%),继续维持“优于大市”评级。

## 评论:

## ◆ 下架部分安卓应用商店有望提升游戏的利润率

安卓渠道分成成本高,但大部分手游依赖这样的传统渠道。游戏下载可以依赖渠道包含:1)手机商家出厂预装、手机厂商的官方应用下载平台;2)各种应用商店,比如百度手机助手、应用宝等;3)抖音、快手这样等流量平台;4)游戏商自有平台。现阶段,手游的下载依旧依赖手机应用商店等传统下载渠道,比如2024年2月,《王者荣耀》TOP5下载渠道中,安卓渠道的应用商店下载占比72%。

安卓渠道 2014 年，华为、OPPO、vivo、联想、魅族等当时主流安卓手机厂商联手玩咖传媒组建“硬核联盟”，共同商定了手机厂商和游戏商 5:5 分成的比例（苹果为 3: 7）。直到现在，如果开发者想要在联盟渠道里上架游戏，就要遵守 50%分成比例的规矩。安卓渠道 50%的分成还需要在扣除支付通道费后分成这意味着在国内安卓渠道游戏厂商只能拿到不足 50%的分成，利润率低于 iOS 平台。

图1: 各游戏企业 TOP1 游戏产品主要下载渠道分布 (24. 2)



注: 1、主要下载渠道分布选取规则为《王者荣耀》TOP5下载渠道; 2、微信小程序无需通过下载渠道下载, 因此不展示现在渠道分布数据

资料来源: QuestMobile, 国信证券经济研究所整理

图2: 国内手机游戏发行渠道利润对比及趋势

国内手机游戏发行渠道利润对比及趋势					
阵营	总规模	合作方式	主要渠道	渠道分成/成本占比	CP毛利率
iOS	700亿	联运	苹果商店	30%	10%-30%
		买量 (给苹果商店导量)	头条系	40%-60%	
			腾讯系广点通 各种流量APP		
安卓	400亿	联运	华为	50%	15%-20%
			OPPO	50%	1%-10%
			VIVO	50%	1%-10%
			bilibili	50%	20%-25%
			TapTap	0	50%-70%
			阿里九游	50%	5%-15%
			腾讯应用宝	50%	1%-8%
			各种长尾		5%-8%
	小米金立酷派联想360魅族	50%	5%-8%		
	400亿	买量 (可直接下载)	头条系	40%-60%	5%-15%
腾讯系广点通			5%-15%		
各种流量APP			5%-12%		
其他		官网等	60%-70%		

资料来源: 竞核, 国信证券经济研究所整理

不上架安卓渠道有望提升腾讯游戏利润率，当前部分其他游戏厂商已经开始选择优化渠道。DNF 手游不再上架安卓渠道，腾讯提倡安卓端玩家在游戏官网进行下载，这将会减少的渠道分成费用，对提升腾讯游戏的毛利率有正向作用。事实上，2023 年 8 月，《全明星街球派对》就打出“不上架安卓渠道，全服玩家瓜分 15 亿分成”的口号，成为网易旗下首个不上架安卓渠道的游戏。

图3: DNF 手游关于不再上架部分安卓渠道的公告

关于部分安卓手机应用商店下载服务停止的相关说明

《地下城与勇士：起源》运营团队 | 2024-06-19 16:01:27

尊敬的各位勇士：

因合约到期，6月20日起，DNF手游将不再上架部分安卓平台的应用商店。

由于6月20日涉及到大版本整包更新，在更新方式上，各位勇士可以参考如下指引：

1. 使用相关安卓应用商店的勇士仍可以在游戏内完成更新。
2. 如更新发生异常，则可以前往【[游戏官网](#)】完成客户端的下载及更新。在下载/安装过程中如出现系统风险提示为正常现象，选择继续下载/安装即可。重新下载后，您的账号信息、游戏进度等均不受影响。
3. 由于部分应用商店合作调整，我们推荐安卓端的萌新勇士前往[游戏官网](#)进行下载。

因下载方式变动为部分勇士带来了不便，6月20日12:00-7月23日23:59，勇士们登录即可在游戏内“活动中心”领取：

50级深渊派对史诗装备神秘袖珍罐\*1  
祥瑞溪谷追加入场券（账号绑定）\*10  
[活动]经典像素帽子装扮\*1  
深渊派对邀请函（账号绑定）\*300

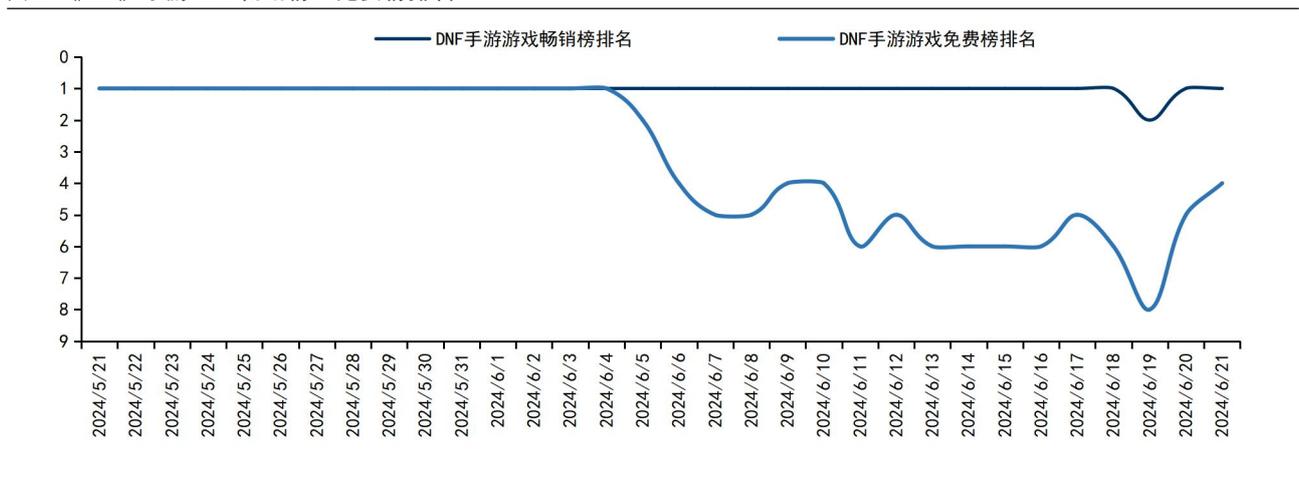
感谢各位勇士的包容与一路陪伴，我们深知对DNF手游而言，各位勇士的陪伴是无价之宝，在全新版本来临之际，我们将继续努力、持续打磨游戏，为各位勇士带来更好的游戏体验。

资料来源：DNF 手游官网，国信证券经济研究所整理

### ◆ 选择下架部分安卓应用商店显示出 DNF 手游表现优异

DNF 上线以来表现优异。在上线前一天开放预下载时，DNF 便已登顶 iOS 免费榜，甚至带动关联 App “DNF 助手”超越抖音，登上榜单第二的位置。根据七麦数据畅销榜单，截至 6 月 21 日上线 32 天，该游戏连续 31 天稳居国内 iOS 游戏畅销榜榜首，是过去数年来开局表现最火爆的手游。根据 Sensor Tower 的数据，在 5 月上架后的 11 天里，该游戏在国内 iOS 市场的收入已经超过《王者荣耀》和《和平精英》的收入总和，使得 5 月腾讯游戏在移动端的收入实现了 12% 的增长。我们预估 DNF 手游首月流水可达 50 亿元。

图4: 《DNF》手游 iOS 畅销榜、免费榜排名



资料来源：七麦数据，国信证券经济研究所整理

主动下架安卓应用商店显示出 DNF 手游有足够底气，《原神》也曾选择断掉部分安卓渠道。当前的市场环境更加注重内容质量，获客渠道也随着短视频平台的火爆而更加多元，挑战传统渠道成为优质游戏发展的必然趋势。历史上不乏爆款的优质手游选择断安卓渠道：

1) 2020 年，米哈游旗下的《原神》拒绝上架安卓部分渠道，但其在上线当月月活近千万，一个季度流水接近 50 亿。《原神》踢开安卓联盟后，依然在国内外市场取得空前成功，证明了好游戏并不依赖渠道推广，可以凭借品质和口碑持续吸引玩家。从当前《原神》手游下载渠道比例来看，TapTap 占比 15%，小米占比 15%，百度占比 13%，AppStore 占比 11%。

2) 此外，鹰角网络的《明日方舟》、莉莉丝的《万国觉醒》和《战火勋章》、青瓷网络的《最强蜗牛》、库洛科技的《鸣潮》等，均在上线后拒绝上线安卓渠道，但都取得了优异的成绩。

#### ◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

腾讯未来利润释放确定性高、可持续性强，收入组合变动和经营杠杆是长期的利润驱动力。此外，新游戏 DNF 手游表现优异，有望提振腾讯游戏市场信心。考虑到游戏表现优异，上调盈利预期，预计 2024-2026 年公司调整后净利润分别为 2024/2299/2579 亿元（上调幅度 1%/2%/2%），继续维持“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

政策风险；疫情反复导致宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

#### 相关研究报告：

《腾讯控股（00700.HK）-混元大模型 C 端 APP“元宝”上线，腾讯生态价值凸显》——2024-05-31

《腾讯控股（00700.HK）-高质量业务成为新增长引擎，游戏流水逐步恢复》——2024-05-16

《腾讯控股（00700.HK）-24Q1 前瞻：预计游戏业务受基数效应影响，高毛利广告促进利润释放》——2024-04-23

《腾讯控股（00700.HK）-视频号进入商业化关键期，拉动高质量增长》——2024-04-02

《腾讯控股（00700.HK）-视频号维持高速增长，游戏业务 24Q2 逐步恢复》——2024-03-24

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	283281	424284	589798	营业收入	609015	667108	722419	771480
应收款项	131904	144486	156466	167092	营业成本	315906	313264	327111	345468
存货净额	456	484	500	524	销售费用	34211	39359	43345	42431
其他流动资产	3818	4182	4529	4837	管理费用	136220	149711	153103	159545
<b>流动资产合计</b>	<b>518446</b>	<b>642380</b>	<b>806225</b>	<b>993717</b>	利息收入	13808	15189	16708	15948
固定资产	66815	108302	139340	172827	其他损益净额	5569	10249	(122)	5232
无形资产及其他	198191	187580	180543	176437	营业利润	160074	229850	252962	281324
投资性房地产	70968	70968	70968	70968	财务成本净额	(12268)	(13495)	(14844)	(14170)
长期股权投资	722826	722826	722826	722826	分占联营合营公司损益	5800	8700	11310	8603
<b>资产总计</b>	<b>1577246</b>	<b>1732056</b>	<b>1919902</b>	<b>2136775</b>	利润总额	161324	225055	249427	275758
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	<b>所得税费用</b>	<b>43276</b>	<b>56264</b>	<b>57368</b>	<b>57909</b>
应付款项	137145	145475	150459	157513	少数股东损益	2832	1688	1921	1804
其他流动负债	173475	185371	193508	202371	归属于母公司净利润	115216	167103	190138	216044
<b>流动负债合计</b>	<b>352157</b>	<b>354886</b>	<b>369686</b>	<b>390316</b>	<b>经调整归母净利润</b>	<b>157688</b>	<b>202384</b>	<b>229919</b>	<b>257937</b>
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他长期负债	58488	58488	58488	58488	<b>净利润</b>	<b>115216</b>	<b>167103</b>	<b>190138</b>	<b>216044</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	<b>351408</b>	资产减值准备	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>703565</b>	<b>706294</b>	<b>721094</b>	<b>741724</b>	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
少数股东权益	65090	66778	68699	70503	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
股东权益	808591	958984	1130109	1324549	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1577246</b>	<b>1732056</b>	<b>1919902</b>	<b>2136775</b>	营运资本变动	44492	7252	778	4959
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	其它	(7686)	1688	1921	1804
经调整 EPS	16.63	21.51	24.44	27.42	<b>经营活动现金流</b>	<b>221962</b>	<b>223972</b>	<b>251581</b>	<b>280309</b>
每股红利	2.40	1.78	2.02	2.30	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
每股净资产	85.27	101.94	120.13	140.80	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROIC	41%	56%	59%	61%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(125161)</b>	<b>(78805)</b>	<b>(93242)</b>	<b>(97904)</b>
ROE	14%	17%	17%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	48%	53%	55%	55%	负债净变化	(19417)	0	0	0
EBIT Margin	29%	34%	35%	36%	支付股利、利息	(21173)	(16710)	(19014)	(21604)
EBITDA Margin	39%	42%	42%	43%	其它融资现金流	(1393)	(17497)	1679	4713
收入增长	10%	10%	8%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(82573)</b>	<b>(34207)</b>	<b>(17335)</b>	<b>(16891)</b>
净利润增长率	-39%	45%	14%	14%	<b>现金净变动</b>	<b>15581</b>	<b>110961</b>	<b>141004</b>	<b>165513</b>
资产负债率	49%	45%	41%	38%	货币资金的期初余额	156739	172320	283281	424284
息率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	货币资金的期末余额	172320	283281	424284	589798
P/E	21.3	16.2	14.2	12.8	企业自由现金流	276363	263739	278434	309902
P/B	4.2	3.5	3.0	2.5	权益自由现金流	257506	248359	282405	316767
EV/EBITDA	17.2	14.6	13.4	12.3					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司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，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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所提及的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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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