

腾讯控股 (700.HK)

深度二：运营焕新游戏，成熟期海外游戏大厂估值稳定

公司研究 · 海外公司深度报告

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

S0980521120004

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

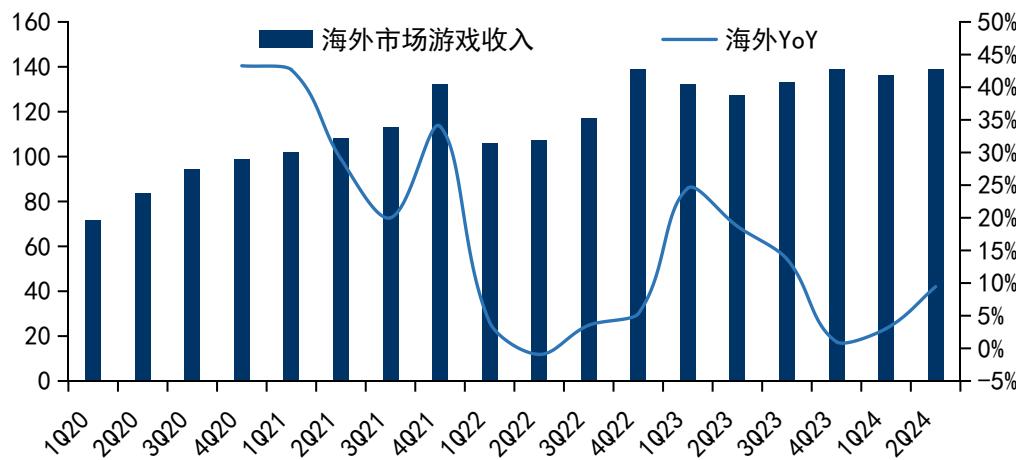
S0980524030003

研究背景：海外游戏占比逐步提升，24H1加速增长



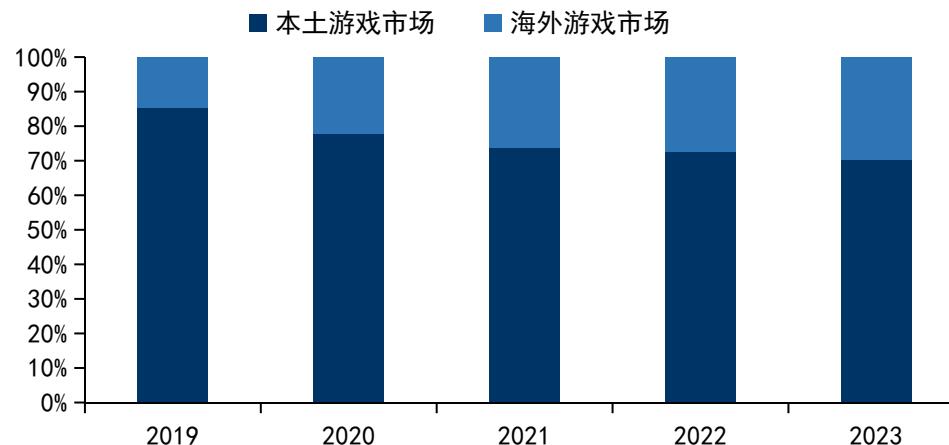
- 腾讯游戏收入占比30%，其中海外占比提升。国际游戏收入处于腾讯增值服务板块，从23年总收入占比来看，增值服务占比49%，其中国内游戏占21%，国际游戏占9%。从游戏占比来看，23年腾讯海外游戏收入531亿元，在游戏中占比30%。随着出海，腾讯海外游戏占比逐步提升，在游戏中收入占比从19年15%提升至23年30%。
- 今年上半年以来，腾讯海外游戏流水加速增长，得益于Supercell游戏人气回升。由于流水递延等原因，海外总流水增速快于收入增速。24Q1腾讯国际市场游戏总流水同比增长34%。24Q2，腾讯国际市场游戏收入同比增长9%至人民币139亿元。
- 在此背景下，我们本篇文章主要探讨：1) 腾讯海外游戏布局；2) Supercell等腾讯海外游戏子公司究竟做了什么，带来了游戏流水的回升？3) Supercell的案例能否复用，以及对腾讯整体游戏运营的启示；4) 海外市场游戏厂商估值探讨。

图：腾讯海外游戏收入（百万元）：海外游戏加速增长



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：腾讯海外游戏占比情况



数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

核心结论：运营焕新游戏，成熟期海外游戏大厂估值稳定



- **腾讯海外游戏现状：**依靠收购子公司+合作开发游戏。海外游戏市场有很强的本土化特征，并且海外成熟市场（欧美日韩市占约60%）发展较久，喜欢主机游戏并关注游戏品质，是创新玩法主战场。但在关注游戏好玩性同时，海外成熟市场在游戏商业化方面有待探索。腾讯为代表的中国厂商擅长GaaS（服务型游戏），内购的方式为海外游戏商业化变现提供思路。
- **Supercell等腾讯海外游戏子公司做了什么？** Supercell管理层思路的转变，通过增加运营，促活商业化变现。1) Supercell 22年开始扩张运营人员，23年招聘变现设计主管等；2) 《荒野乱斗》流水回升得益于简化高频日常活动，推出新赛季卡系统。但游戏商业化运营调整存在不确定性，需要有魄力承担短期游戏流水下滑风险。比如22年《荒野乱斗》商业化运营调整后，流水下滑到历史低位。
- **腾讯游戏启示？** 通过运营寻求改变，腾讯游戏积极调整。腾讯24Q1业绩会表示：如果一款应该是常青树的游戏停滞不前，问题通常不在于游戏本身，而在于运营游戏的团队。 23年下半年以来，我们看到腾讯游戏①组织方面裁撤国内工作室，海外Riot裁员；②运营方面，更换了游戏商业化团队（《王者》等）；③创新方面，推出春笋计划，增加对新机会的研发投入，接受中体量产品。
- **如何看待腾讯游戏发展？** 随着游戏行业创新边际效应递减，腾讯整体更加稳健。腾讯游戏拥有强大的项目经理团队，2019年左右后游戏玩法逐渐饱和，游戏创新边际效益递减，腾讯的投资、运营/商业化经验储备显得弥足珍贵，整体更加稳健。当前，“玩法+IP”无法再轻易行得通，只有较高的品质才能在游戏市场崭露头角。较高品质的团队往往需要在行业中有较大积累，整体投资回报周期也变得更长。随着腾讯08年开始对海外投资与合作，投资公司超百家，目前IP储备丰富，产品制作经验丰富。
- **如何看待游戏的估值？** 新游戏的开发本身存在高度不确定性，但是复盘海外龙头，我们发现具备多品类矩阵和拥有长青IP的游戏大厂，在收入增速放缓至个位数增长的阶段后，整体估值仍然相对稳定，21年后EA公司和动视暴雪公司等，PE估值交易在20-30x区间。我们认为对于此类厂商的定价主要体现了海外市场认为游戏场景具备高黏性，优质厂商由于具备领先的研发能力、运营能力和长青的游戏IP，长期竞争份额较稳固，产生高质量现金流。

投资建议：腾讯游戏整韧性，通过运营寻求改变



- **投资建议：腾讯为全球游戏布局最全面的龙头厂商，长期拥有较稳固的竞争份额，24年以来海外Supercell旗下《荒野乱斗》游戏的焕新，体现了腾讯团队对投资工作室在商业化运营上的经验分享。伴随国内游戏行业进入成熟期，关注大DAU游戏平台化等趋势以及后续新品表现。**在当前游戏厂商以长效经营为目标的背景下，腾讯通过大DAU游戏平台化、发展电竞等方式，巩固自身游戏护城河，推动用户和流水的进一步增长。例如，7月，《和平精英》增加地铁逃生玩法、《王者荣耀》上线10v10玩法等，Riot重整电竞部门。
- **流水递延与基数效应带动24H2、25H1腾讯游戏进入强增长周期。**腾讯游戏在23H2-24H1表现较好的游戏有《DNF手游》、《无畏契约》PC端、海外的《荒野乱斗》，考虑到三款游戏流水递延以及基数效应，腾讯游戏收入在24H2、25H1增速会较快，我们测算24Q3/24Q4/25Q1/25Q2游戏收入增速13%/18%/15%/9%。测算未计入未来一年其他爆款可能性。需观察新游戏pipeline表现情况。重点建议关注《三角洲行动》、《洛克王国手游》、《王者荣耀世界》、《无畏契约手游》等上线和表现情况。
- **韧性也体现在腾讯的其他业务上。**收入端来看，腾讯广告业务、金融科技业务受到宏观影响。但公司广告业务库存释放、技术升级有望带来广告增长韧性。金融科技业务中占收入大头的支付业务收到宏观影响，但理财等高毛利业务健康增长。除此以外，视频号电商的持续发展也带来电商广告、技术服务费的收入增长。利润端来看，公司的高质量业务持续发展为利润的持续提升提供潜力。
- 我们维持盈利预测，预计24-26年公司调整后净利润为2198/2482/2729亿元，对应24E/25E/26E PE估值16/14/13x，继续维持“优于大市”评级。

[01] 腾讯海外游戏概述以及海外游戏市场概览

[02] Supercell与拳头公司组织调整与游戏改动

[03] 腾讯游戏运营启示

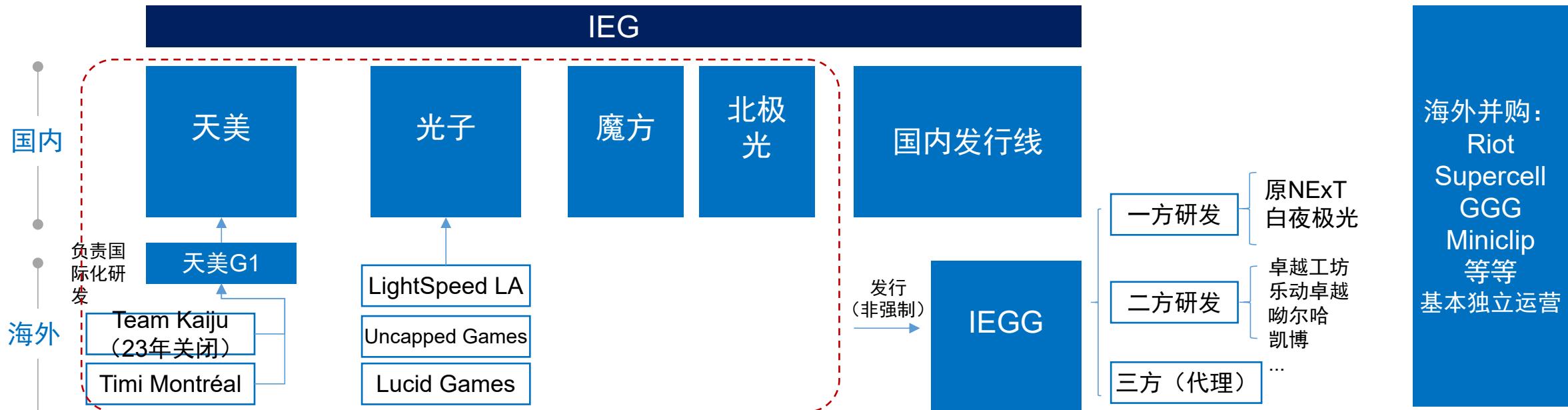
[04] 海外游戏厂商估值启示

[05] 投资建议

1.1 腾讯游戏组织架构：单位独立作战，研发工作室跟发行部门形成制衡

- ▶ **腾讯游戏组织架构：**腾讯游戏业务主要分为五大板块，即“职能部门”、“自研工作室群”、“游戏发行”、“国际产品运营部”及“IEG Global”。国内游戏工作室主要分为天美工作室群、光子工作室群、魔方工作室群、北极光工作室群。IEGG主要负责腾讯游戏海外发行业务。除此以外，腾讯并购海外游戏公司，这些海外游戏公司基本独立运营，腾讯并不干预这些被投公司的经营和战略。
- ▶ **海外游戏：**权力重心下移，更小更灵活：1) IEGG变成研运一体的一级部门，吸纳了NExT studios和白夜极光工作室作为一方研发，与国内海外收购的工作室形成二方研运体系；2) 天美和光子获准独立面向海外发行，成为全球化研运一体的工作室群。

图：腾讯游戏组织架构（研发/发行）



来源：晚点，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

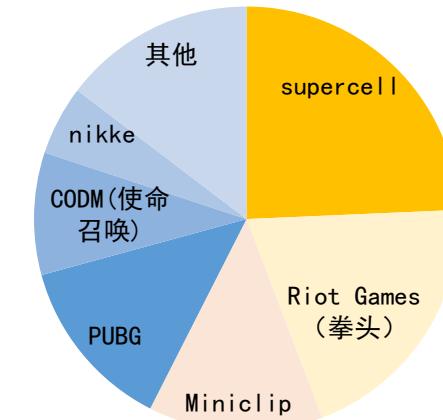
1.1 腾讯海外游戏组成：收购子公司+合作开发游戏

- 腾讯是全球最赚钱的游戏公司之一。市占角度来看，23年腾讯游戏全球市占为 13%：国内为42%，海外为5%。

➤ 腾讯海外游戏收入包含：

- 1) 收购子公司：主要包含Supercell（《部落冲突》、《荒野乱斗》等）；Riot（拳头）（《英雄联盟》、《无畏契约》）等；
- 2) 腾讯与投资工作室合作游戏：《PUBG》手游、《CODM使命召唤》、《nikke》等；
- 3) 游戏出海：海外版本《王者荣耀》等。

图：腾讯海外游戏收入拆分测算



黄色部分来自收购的游戏工作室

来源：sensortower，财报，国信证券经济研究所整理

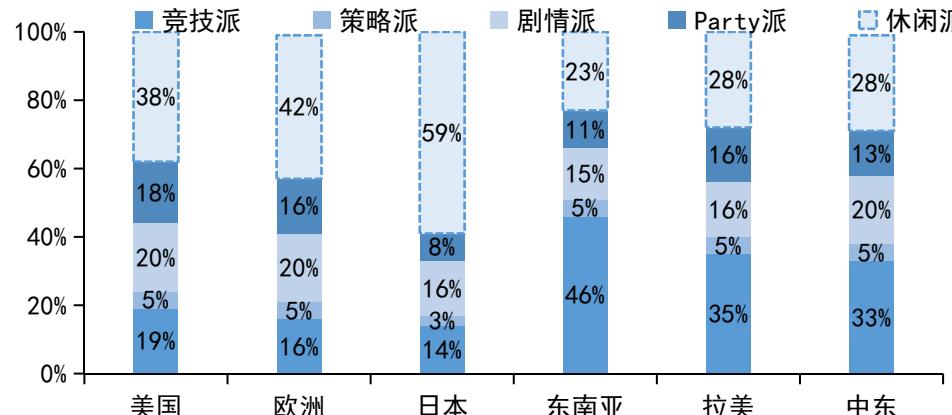
图：腾讯游戏海外收购与投资情况(截取部分重要公司)

	游戏工作室	国家	腾讯持股比例	时间（收购、入股时间）	主要游戏
收购	Riot Games (拳头)	美国	100%	2008, 2011, 2015	《英雄联盟》、《无畏契约》、《云顶之弈》等
	Sumo Group	英国	100%	2019, 2021	《龙与地下城》、《古墓丽影》
	Supercell	芬兰	84.30%	2016	《部落冲突》、《荒野乱斗》、《皇室战争》等
	Miniclip	瑞士	最大股东	2015	《Triple Match 3D》、《8ballpool》
	GGG	新西兰	80%	2018	《流放之路》
投资	Krafton (蓝洞)	韩国	14%	2017, 2018	《PUBG》、《TERA》等
	Ubisoft (育碧)	法国	9.99%	2018, 2022	《刺客信条》、《彩虹六号》等
	Epic Games	美国	40%	2012	《堡垒之夜》、《虚幻竞技场》等
	From Software	日本	16.30%	2022	《艾尔登法环》、《黑暗之魂》等
	动视暴雪	美国	5%	2013	《使命召唤》、《魔兽世界》、《守望先锋》等

1.2 为何依赖子公司+合作开发游戏?海外游戏具有很强本土化特征

- 游戏具有较强的本土化特性。游戏不像工具、社交，无法用一套简单的产品体系快速向全球复制，灵活的本地化是极其重要的一环，包括全球玩家喜好的差异、手机设备和网络环境的差异等。
- ✓ 欧美、日韩：相对成熟，玩法偏轻度，看重产品口碑。游戏发展早，是电脑、主机、创新玩法的主战场。玩家相对更加看重产品的口碑。玩法偏轻度，休闲以及party派用户占到市场半数以上。
- ✓ 新兴市场：玩法偏竞技，关注游戏流行度。包括拉美、东南亚和中东等。竞技党占比更高，可以占30%到40%左右。因为游戏市场起步晚，所以用户相比内容，口碑等品质向决策点，更关心游戏流行度。

图：全球不同国家喜欢游戏风格



数据来源：2022腾讯游戏开发者大会，国信证券经济研究所整理

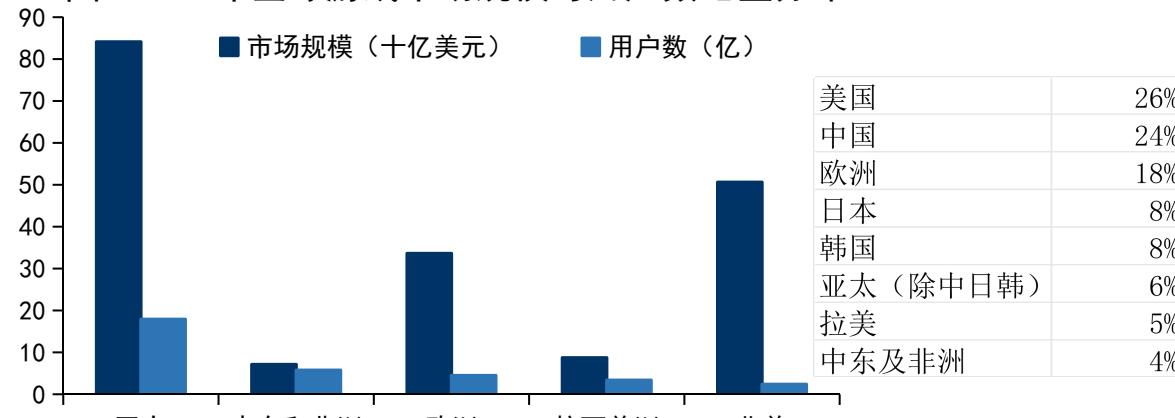
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：腾讯海外业务全球战略



数据来源：晚点LatePost，国信证券经济研究所整理

图：2023年全球游戏市场规模与用户数地区分布



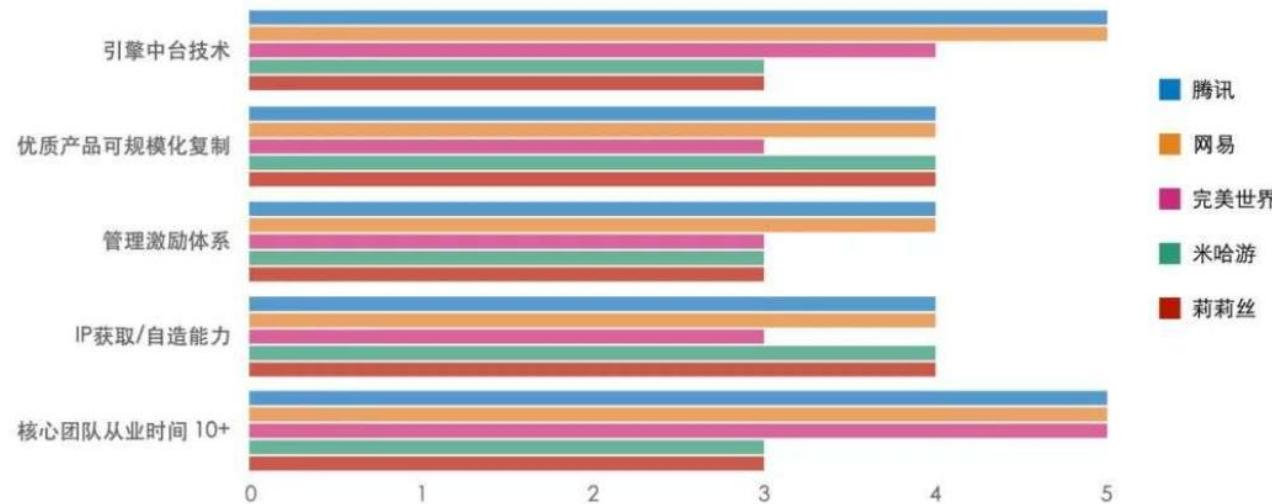
数据来源：Newzoo，国信证券经济研究所整理

1.2 海外游戏制作/创新：欧美日韩游戏市场相对成熟，工业化程度强



- 海外主要游戏厂商大多崛起或成立于20世纪70-90年代。任天堂成立于1889年，在1977年推出家用游戏机标志其在电子游戏行业崛起；索尼1994年开始推出PlayStation系列游戏机；微软于1995年推出Xbox游戏机进军游戏行业；动视暴雪的前身动视公司和暴雪娱乐分别成立于1979和1991年。
- 上述游戏厂商呈现3A大作多、创新性多和工业化程度高的特点。游戏工业化是指制作流程上呈现出标准化、自动化、平台化、数智化的特征。工业化趋势会让制作游戏门槛变高。EA旗下的《战地》；动视暴雪旗下的《使命召唤》和《魔兽世界》等3A大作，都在游戏市场取得了巨大的成功；任天堂在其游戏机中引入体感操作，并发行了多款不同品类的创新作品，例如《塞尔达传说》、《动物之森》等。

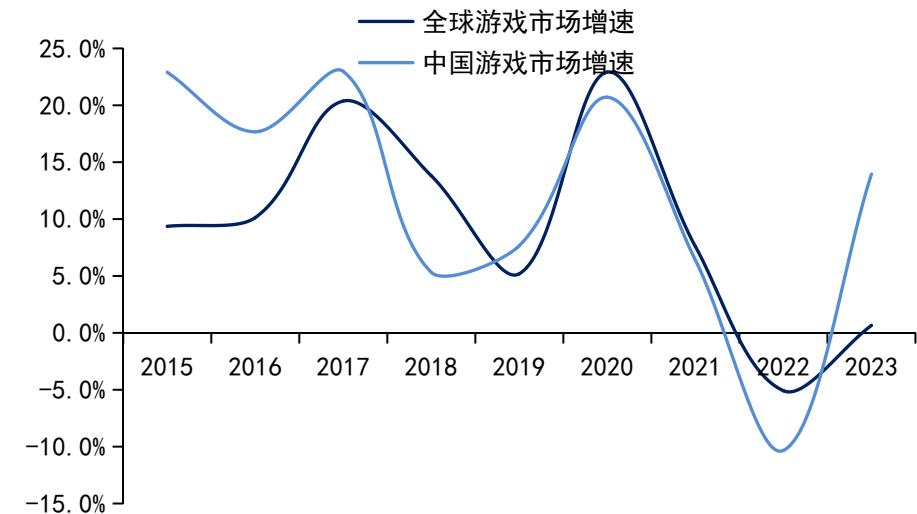
图：国内游戏厂商游戏工业化程度



数据来源：竞核，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：全球/中国游戏市场收入及增速（%）



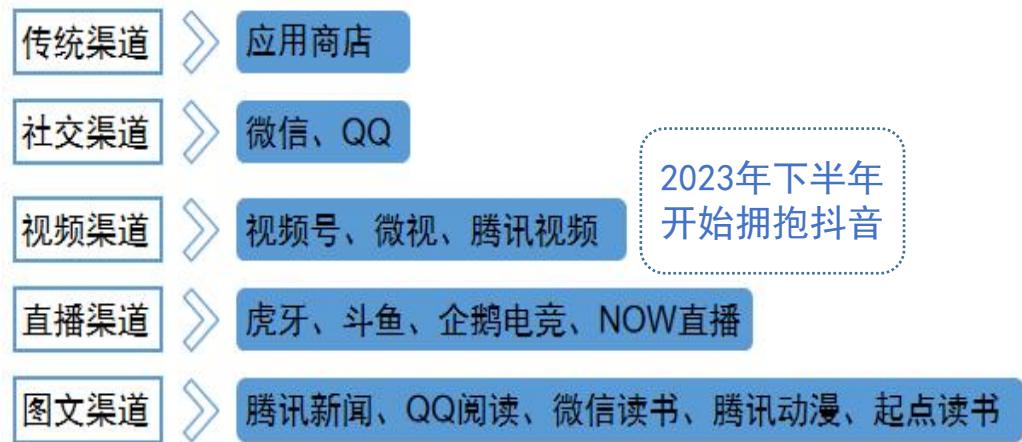
数据来源：Newzoo, 中国音数协游戏工委, 国信证券经济研究所整理

1.2 海外游戏发行：依靠本土化运营



- 海外游戏发行依靠本土化运营。腾讯近年来出海取得优秀成绩的游戏，在发行侧主要依靠本土化运营，选择在当地市场拥有经验和口碑的发行商，例如《PUBG MOBILE》和《英雄联盟手游》在日韩市场分别由Krafton和拳头发行。
- 腾讯陆续投资了一些海外游戏发行公司，包括Outspark、Netmarble、Garena、Glu Mobile和Kakao Games等韩国和美国的游戏发行商，增强腾讯在当地的品牌影响力，并借助这些发行商的渠道强化游戏的本土化运营。
- 2021年12月，腾讯游戏宣布推出新品牌Level Infinite（腾讯游戏海外发行品牌）。截至目前，该平台已经发行了腾讯自研的《王者荣耀》国际版、《重生边缘》，以及第三方开发商的《饥荒：新家园》、《沙丘：觉醒》等。

图：腾讯国内游戏渠道



图：腾讯国外游戏渠道（部分游戏）

	日本	韩国	欧美	东南亚	拉美
《PUBG MOBILE》	Krafton	Krafton	腾讯	腾讯（越南VNG）	腾讯
《使命召唤手游》	动视暴雪		动视暴雪	Garena (越南VNG)	动视暴雪
《无畏契约》	腾讯		腾讯	Garena	腾讯
《胜利女神：尼基》	腾讯Level Infinite	腾讯Level Infinite	腾讯Level Infinite	腾讯Level Infinite	腾讯Level Infinite
《英雄联盟手游》	拳头公司	拳头公司	拳头公司	拳头公司 (越南VNG)	拳头公司

数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

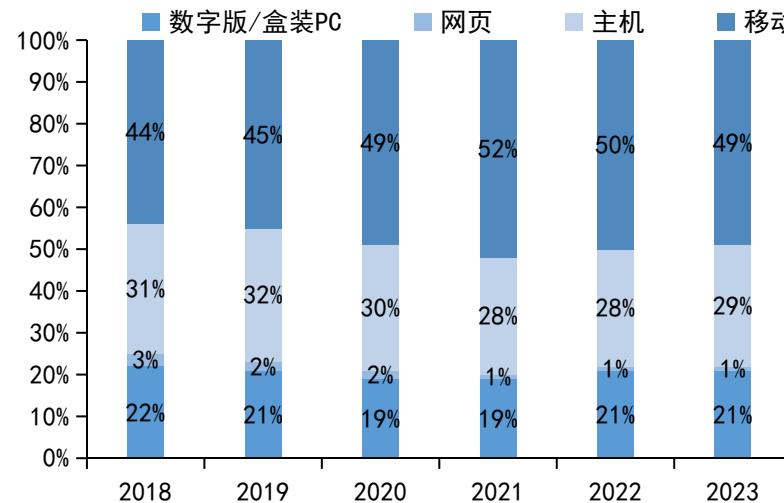
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

数据来源：晚点，国信证券经济研究所整理

1.2 海外游戏商业化设计：成熟市场关注品质，喜欢主机/PC游戏

- 海外游戏在过去的商业模式以买断制为主。买断制第一次出现是1972年《Pong》的发行。过去开发者难以直接触达玩家，所以他们广泛采用买断制将游戏发行简化到“开发”和“销售”两个环节。买断制的平台主要是各厂商的主机平台例如switch，和数字平台例如steam。售卖内容包括游戏本体，DLC和周边。
- 欧美日韩是电脑和主机游戏，以及创新玩法的主战场。欧美日韩市场由于游戏发展早，用户教育成熟，相对会更加看重产品的口碑。并且电脑/主机等普及较早，用户习惯在这些设备上进行更好游戏体验。根据伽马数据，欧美占比全球主机游戏可以达到78.5%。根据Newzoo，23年在美国pc、主机、移动端游戏占比分别为19%、47%、34%，在中国三者的占比分别为21%、36%、43%。
- 中国移动游戏发展成熟，但品类上各市场存在差距。中国移动游戏在全球占比37%。在中国，移动端排名前三的品类为RPG、MOBA和射击。在美国，博彩类、消除类、SLG类三品类贡献移动端流水50%。日本二次元游戏渗透高，排名前三为卡牌类、RPG、ARPG。

图：全球游戏各类型占比



数据来源：Newzoo，国信证券经济研究C所整理

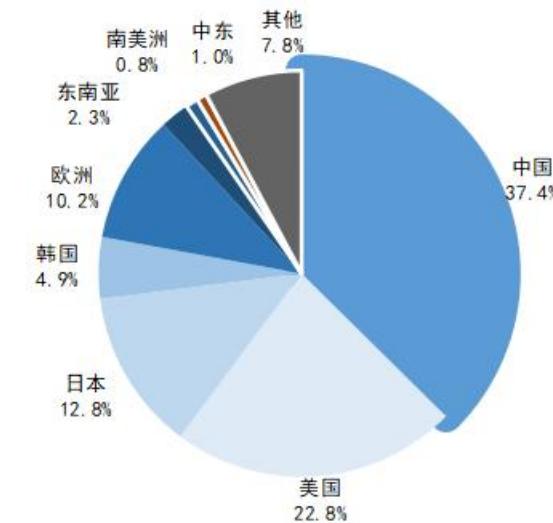
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：全球主机游戏市场规模占比



数据来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

图：全球移动游戏市场规模占比



数据来源：Newzoo，国信证券经济研究C所整理

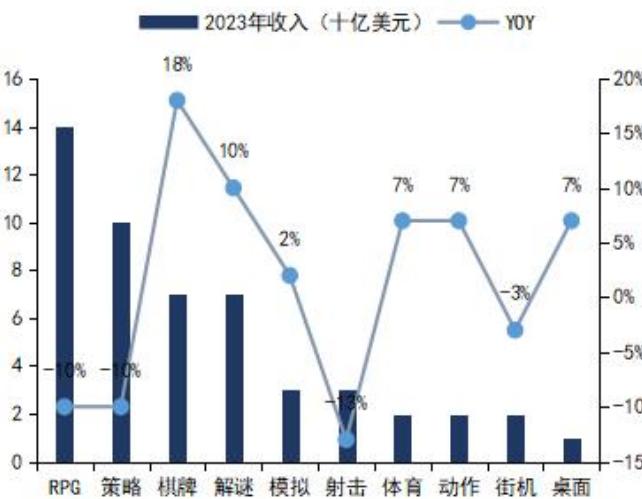
1.3 腾讯优势：海外游戏商业化设计逐步接受GaaS概念



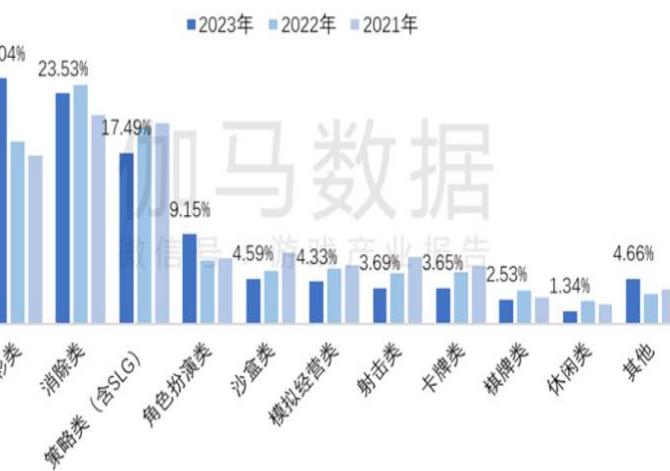
➤ GaaS将游戏从传统的“一次性买断制产品”变成“一项可以持续满足玩家需求的服务”。GaaS (Game as a Service, 即服务型游戏)，指的是用免费、较低的门槛吸引更多受众，随后厂商持续为作品添加新内容和玩法、运营海量用户，以此延长游戏生命周期，换取用户的持续付费。随着当今创新难度变大，3A大作制作成本越来越高，GaaS内购的方式为游戏商业化变现提供思路。

- 1) 开发区别：降低了游戏早期版本的开发成本，缩短了开发周期；
- 2) 运营区别：需要持续更新内容以保持玩家的兴趣，对开发团队的运营能力提出了更高要求：根据游戏葡萄访谈腾讯集团高级副总裁马晓轶，到800万销量之前，不建议把买断制游戏做成免费模式，只有用户规模足够大，才需要去考虑做GaaS化。
- 3) 人员组织区别：海外一线开发者几乎是单机思维，习惯性地在制作阶段加人，游戏发布后减人。GaaS游戏一般是上线后继续增加人手，因为后续的更新和维护工作更为繁重。

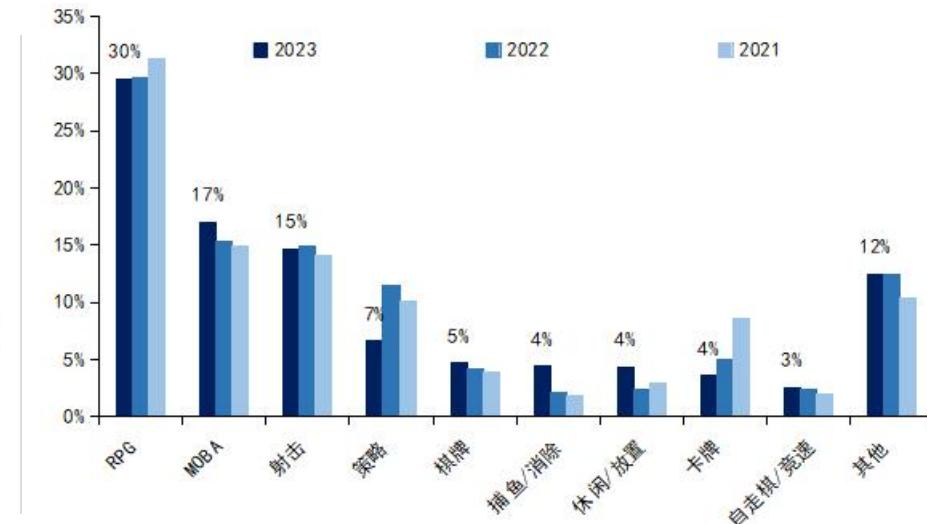
图：全球不同游戏增速



图：美国移动游戏市场TOP100各类型流水分布



图：中国移动游戏市场TOP100各类型流水分布



数据来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

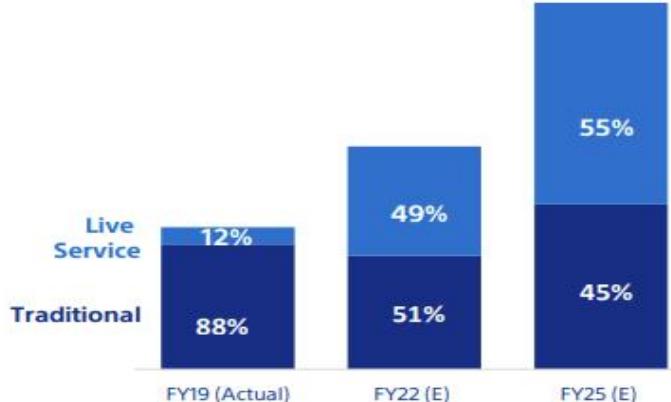
数据来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

数据来源：中国音数协游戏工委，国信证券经济研究所整理

1.3 腾讯优势：海外游戏商业化设计逐步接受GaaS概念

- 近年来逐渐开始接受GaaS概念。ARK Invest 2021白皮书提到，全球游戏的内购收入占比从2010年的20%提升到了2020年的75%。越来越多的厂商开始尝试并接纳服务型游戏的概念。SONY 2022年收购擅长制作线上游戏的Bungie，并表示要发展在线游戏，PS5对在线游戏的投资占比预计从19年12%提升至25年55%。《绝地求生》开发商Krafton也于2022年将游戏本体变为免费，并在当季获得付费用户翻倍和收入同比增长61%的回报。
- 腾讯为代表的中国厂商擅长GaaS。根据ING，受到持续几十年的传统买断制开发思路与惯性影响，西方工作室在GaaS方面的理念反而比较传统，将其等同于“低品质免费游戏”。腾讯Level Infinite首席战略官Eddie Chen曾表示：“西方开发者在GaaS上有很多重大突破，比如《堡垒之夜》《COD 战区》的运营模式，但开发者的思维模式与亚洲还是有很大差别，需要更多时间适应。他们更习惯的是买断付费、定期推出DLC和新内容这样的循环，和亚洲这种彻头彻尾的全面GaaS有一定区别。”

图：PS5 Investment by Business Model



数据来源：sony，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：不同国家玩家对游戏的决策偏好

		欧美	日韩	新兴
游戏下载决策重视点	口碑	29%	20%	29%
	热度	16%	21%	31%
决策特点		看重口碑	关注内容力	看重热度
具体关注点		应用商店评分、专业游戏编辑以及熟人推荐、厂商及社群氛围等	世界观、玩法、人设、题材、负面评价、预约福利	榜单排名、预约/下载人数、赛事/活动、KOL宣传
决策特点：欧美重口碑，新兴市场看热度，宣发落地侧重不同				

数据来源：2022腾讯游戏开发者大会，国信证券经济研究所整理

[01] 腾讯海外游戏概述以及海外游戏市场概览

[02] Supercell与拳头公司组织调整与游戏改动

[03] 腾讯游戏运营启示

[04] 海外游戏厂商估值启示

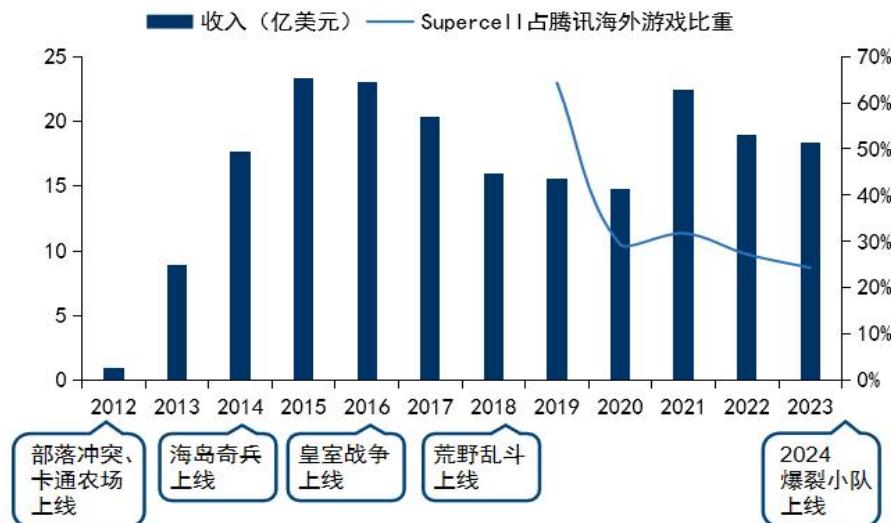
[05] 投资建议

2.1 Supercell：腾讯海外游戏重要组成部分，长青精品游戏创新者



- Supercell 23年收入占比腾讯海外游戏约25%。Supercell是一家总部位于芬兰赫尔辛基的移动游戏公司。腾讯以86亿美元在2016年6月收购Supercell 84.3%的股权。
- 公司是长青精品游戏创新者，新游戏上线带来公司收入上升。公司成立以来，已经推出了6款全球知名的游戏。包括《部落冲突》、《皇室战争》、《荒野乱斗》等。自《荒野乱斗》2018年12月底问世接近五年半后，Supercell在2024年5月底在全球发布的第6款游戏《爆裂小队》。
- Supercell拥有精干、独立的团队：Supercell相信，高质量的作品往往是由小团队开发而成。根据22年supercell公开信，与业内数百人的团队相比，supercell每个游戏团队约20-35人。2020年，公司员工数约340人。

图：supercell收入与游戏上线时间



图：supercell收入与游戏上线时间

排名	应用名称	发布时间	手游类型-子类型	全球累计下载量（亿）	全球累计收入（亿美元）
1	Clash of Clans/部落冲突	2012年	策略-建造&战斗	9.1	100.8
2	Hay Day/卡通农场	2012年	模拟-模拟经营	4.2	22.9
3	Boom Beach/海岛奇兵	2014年	策略-建造&战斗	1.7	9.8
4	Clash Royale/皇室战争	2016年	策略-即时策略	6.6	43
5	Brawl Stars/荒野乱斗	2018年	策略-MOBA	4.7	23.8
6	Squad Busters/爆裂小队	2024年	策略-MOBA	0.5	0.4

数据来源：腾讯财报，GameLook，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

数据来源：腾讯财报，GameLook，国信证券经济研究所整理

2.1 Supercell：2021年开始思考扩大团队，22年开始扩张运营人员



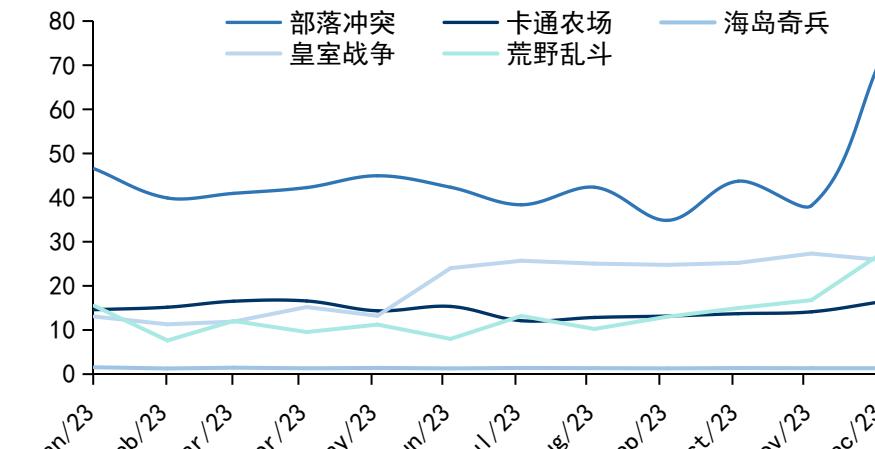
- **2021年开始，公司思考扩大游戏团队。**根据22年2月，supercell CEO 公开信（对21年的回顾）表述，自己的大错误在于对新游戏和在线游戏团队规模的思考。公司并不再只是说“小团队”，而是取决于团队做的游戏类型是什么、处于什么阶段。公司反思后的答案为当游戏上线之后要扩大团队。
- **2022年开始推进扩张运营人员。**根据23年2月，supercell CEO 公开信表述，公司团队还在继续增长，但仍然没有到应该达到的水平。公司认为，随着游戏的成长，有更多的地方需要进行现代化，并为今天的玩家重新思考。2023年，我们看到supercell招聘《皇室战争》、《荒野乱斗》和《卡通农场》的在线运营和变现设计主管、变现增长经理等。
- 根据24年2月公开信，CEO表示公司很大程度上还处于建造模式，如果在创造玩家觉得值得付费的内容和体验上取得成功，财务表现结果将随之而来，但这需要一些时间。

图：supercell员工数量



数据来源：Supercell, GameLook, 国信证券经济研究所整理

图：2023年supercell主要游戏流水情况(百万美元)



数据来源：Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

2.1 Supercell：24H1 收入同比增长70%，《荒野乱斗》回春是主要驱动

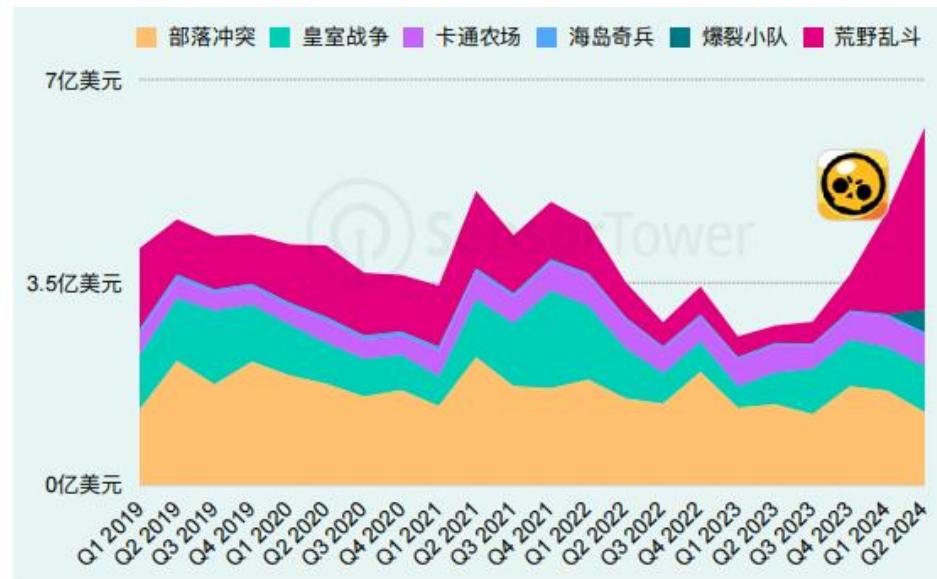


一季度，Supercell收入回春，24Q1腾讯国际市场游戏总流水同比增长34%。根据sensor tower, supercell 24H1收入同比增长70%。

1) 《荒野乱斗》从2023年第四季度开始回增长通道，2024H1吸金5亿美元，超过2022年与2023年之和。2024年上半年收入环比提升400%，成为Supercell当前收入最高的产品。

2) 《爆裂小队》动作竞技手游于今年5月29日全球上线，表现较好。上线一个月内，《爆裂小队》在全球市场吸金约3400万美元。

图：Supercell旗下热门手游季度内购收入趋势



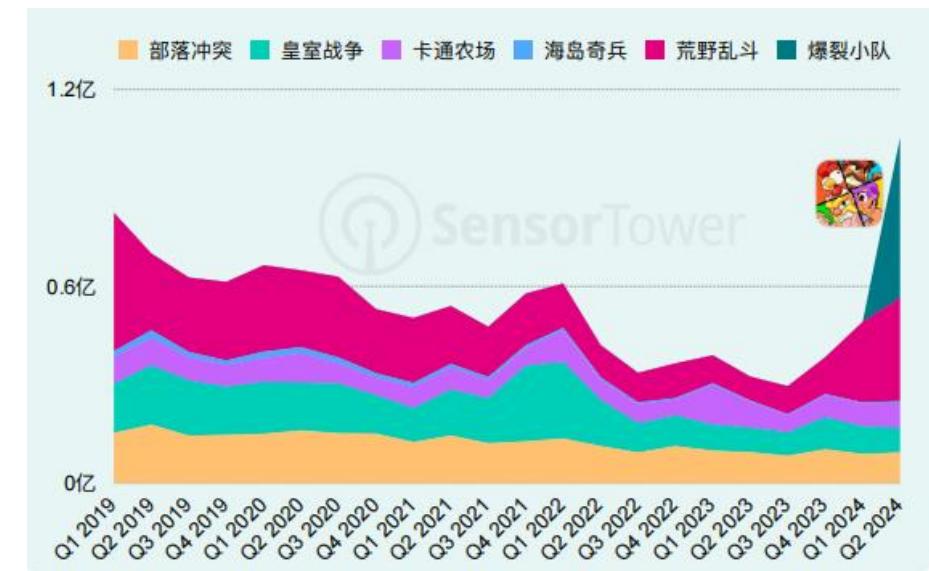
数据来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

图：荒野乱斗玩法介绍：快节奏3V3（三分钟），融合了TPS游戏与MOBA



数据来源：《荒野乱斗》游戏，国信证券经济研究所整理

图：Supercell旗下热门手游季度下载趋势



数据来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

2.1 《荒野乱斗》：22年底开始寻求运营改变，23Q1收入达到历史最低点



- 2022.11-2023.04：两次更新均未能改变DAU下降的趋势，30日留存玩家数不及预期。《荒野乱斗》此前商业化设计主要通过开宝箱，得到资源、物品、稀有英雄。2022年1月，去宝箱并上线Starr Road，上线新货币Credits用以解锁英雄。新措施的推出使得更多玩家重回游戏，月度DAU显著提升，但好景不长，达到峰值后DAU持续下降，甚至23Q1，收入和MAU达历史最低点。
- 2023.06-2023.11：恢复的开始，重新把随机奖励加入到游戏中，更加注重社区建设。推出Starr Drops & Re-Engagement，进行数月迭代得到终版，与Starr Road系统形成互补。推出周度活动Mega Pig，通过周末的固定活动和Starr Drops的奖励机制，提高用户粘性。

图：《荒野乱斗》DAU 22.11-23.05



数据来源：《荒野乱斗》项目组分享，GameLook，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：《荒野乱斗》流水从23年6月开始回春

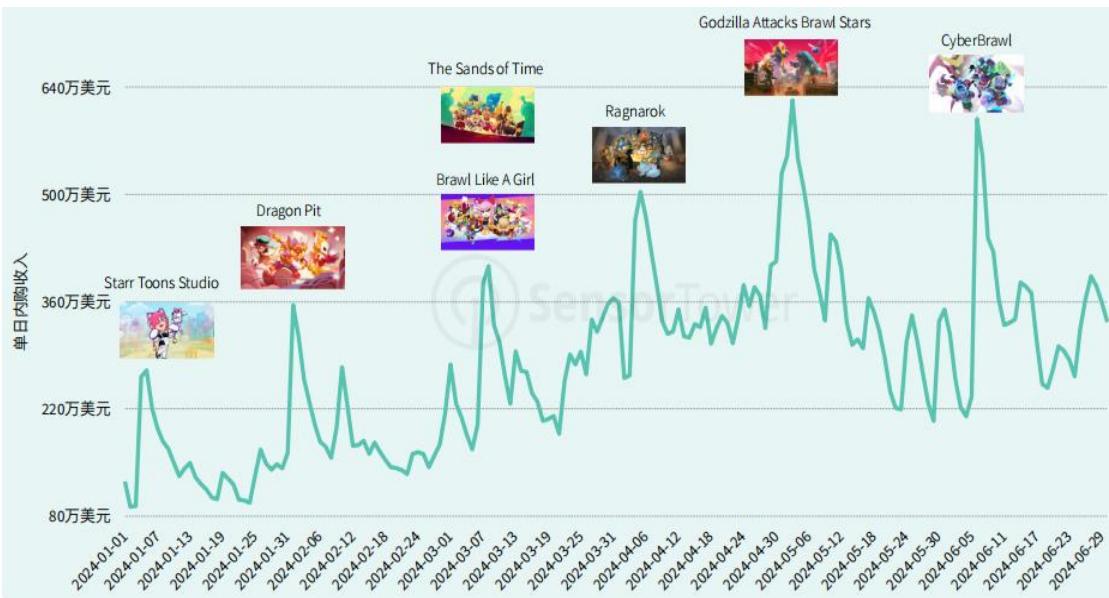


数据来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

2.1 《荒野乱斗》：流水的回升得益于简化提频日常活动，推出新赛季卡系统

- 2023.11-2024H1：流水创新高：运营强度明显增加。2024年《荒野乱斗》频繁推出多样的应用内活动，并借此上线全新战斗通行证、新赛季和排位赛，同时引入大量福利、奖品系统，以及炫酷的皮肤、饰品、主题等产品。
- 重新把随机奖励加入到游戏提升了游戏趣味，简化并提频日常活动则激励玩家保持对游戏的粘性和付费意愿。推出仅能通过内购获得的Brawl Pass 2.0，将赛季由2个月缩短为1个月。通行证改为提供皮肤物品而不再是专属英雄，并进一步增加了奖励。免费玩家的通行证升级进度将比此前更快以提高其游玩感受。通行证任务从每周两次刷新缩短为每天刷新，大幅促进留存表现。同理，Mega Pig功能取代了Club League和任务，使玩家更容易进入活动，减少获得奖励的对局次数，保持玩家粘性。

图：《荒野乱斗》24年以来流水与活动



数据来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：新旧PASS卡对比

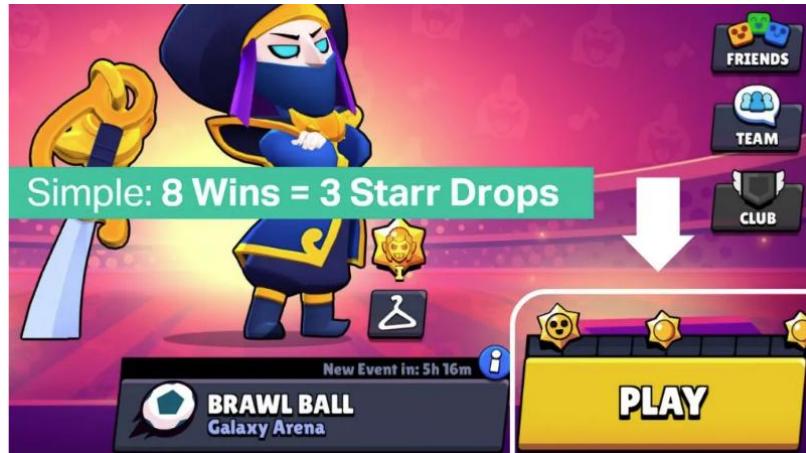
	Brawl Pass 1.0	Brawl Pass 2.0
赛季时间	2个月	1个月
购买方式	169宝石 (9.99USD)	6.99USD/9.99USD
奖励内容	专属英雄	高品质皮肤、物品等
奖励价值	定价的13倍	定价的18倍-20倍
升级速度	慢	快
任务刷新	每周两次	每天刷新

数据来源：《荒野乱斗》项目组分享，GameLook，国信证券经济研究所整理

2.1 《荒野乱斗》：GaaS让游戏持续好玩是前提，需要承担流水下滑的风险

- GaaS不是用逼氪或逼肝来分割游戏体验的完整性，而是商业化要符合游戏“好玩”的核心。《荒野乱斗》的成功也是经历了长达近两年的商业化设计试水。《荒野乱斗》1)一开始完全去掉了宝箱，后来又增加了类似的随机奖励，是满足用户对“开盲盒”兴奋感；2)原先宝石主要用于开箱子，但引入Starr Drops后，玩家可以用宝石做更多事情，买金币、解锁新英雄、升级等。
 - ✓ 分析《皇室战争》来看，策略类游戏商业化较为复杂，《皇室战争》无法简单用提升赛季频次来增加商业化。其有pay to win机制以及长期养兵种的玩法，老玩家持续付出，若改变影响到老玩家原有付费和核心玩法体验，退坑后可能无法召回。
- 改变需要有勇气承担短期流水下滑。根据《荒野乱斗》项目组分享，“重大改动可以成为解决方案的一部分，但它本身更像是掷骰子，然后看是否行得通。”不是每一次改变就一定被用户喜欢，“重大改变不是灵丹妙药，不要以为推出一个重大改变，就能让一切好转。”比如Starr Road并没有解决问题并导致23Q1收入达到历史最低点，是因为没有理解用户对随机奖励的喜爱。

图：《荒野乱斗》主页给出清晰目标：3个Starr Drops，只需要赢8次——确定的随机性



数据来源：《荒野乱斗》项目组分享，GameLook，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：《荒野乱斗》每用户所付宝石（周度）



数据来源：《荒野乱斗》项目组分享，GameLook，国信证券经济研究所整理

2.2 Riot公司：拥有《英雄联盟》《Valorant》两大爆款



- Riot拳头游戏公司当前手里拥有《英雄联盟》及《无畏契约》（国内名称）/《瓦罗兰特(VALORANT)》（国外名称）两大游戏。
- ✓ 早期发展(2009年)：推出了首款游戏《英雄联盟》，成为全球最受欢迎的MOBA。
- ✓ 腾讯收购(2011年)：腾讯以16.79亿元增持拳头游戏，持股比例达到92.78%，正式成为腾讯旗下子公司。
- ✓ 第二款爆款游戏诞生(2019年)：推出了公司首款FPS游戏《无畏契约》（Valorant）。相比CSGO，《无畏契约》（Valorant）操作难度和游戏机制更具挑战性，首年月活玩家超1300万，2024年8月达到2416万，Z时代占比达到70%。《无畏契约》是款国外比国内还要流行的游戏，是Twitch（游戏视频平台）热度最高的游戏之一。《无畏契约》延续了腾讯在射击领域的优势。
- ✓ 英雄联盟拓展手游，开拓新玩法(2019年)：1) 云顶之弈推出；2) 手游版英雄联盟推出；3) 符文之地传说推出。

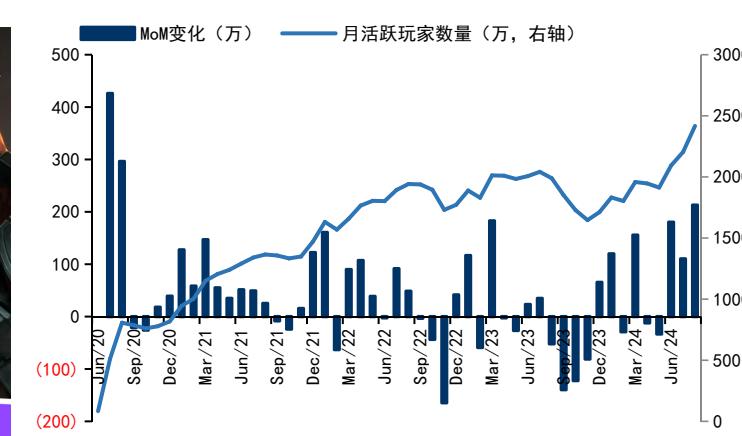
图：拳头游戏矩阵



数据来源：拳头官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：Valorant月活跃玩家变化



数据来源：activeplayer.io，国信证券经济研究所整理

图：LOL月活跃玩家变化



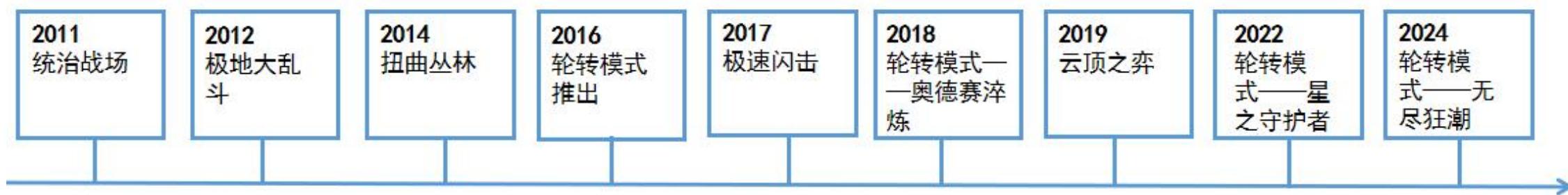
数据来源：activeplayer.io，国信证券经济研究所整理

2.2 Riot组织调整：裁撤人员，聚焦核心游戏



- 裁员11%，聚焦核心游戏，关闭《英雄联盟》IP发行品牌。Riot 24年1月内部信息表示，Riot将精力分散到越来越多的项目中，过去的几年拳头游戏的员工人数增加了一倍多，但却没有集中优势来明确玩家最需要的是什么；公司组织调整调整旨在将我们的精力集中在对玩家体验影响最大的领域，同时减少对不重要领域的投资。公司将在全球范围内裁撤约 530 个职位，约占拳头游戏员工总数的 11%，公司聚焦核心优势游戏：《英雄联盟》、《无畏契约》/《瓦罗兰特(VALORANT)》、《云顶之弈》和《英雄联盟手游》等。1) 缩减《符文之地》规模；2) 关闭Riot Forge（与外部工作室合作的平台，在公司IP上开发小型游戏）。
- 《英雄联盟》有望在25年迎来较大改变。23年底，《英雄联盟》总监接受采访时候表示《英雄联盟》将在25年发生较大改变：1) 提高游戏的平衡性和公平性，将引入全新的数值系统；2) 游戏的节奏和策略将变化，这意味着游戏的时间和节奏将变得更加紧张；3) 看重玩家的反馈，提供更加个性化的游戏体验，以及更加完善的社区互动功能。

图：《英雄联盟》各辅助玩法推出时间



数据来源：《英雄联盟》官网，国信证券经济研究所整理

2.2 Riot组织调整：重整电竞部门，通过赛事帮助游戏长期运营



➤ Riot对电竞和娱乐部门进行重组。8月15日，Riot发布公告。现任电竞业务总裁John Needham将担任新的发行与电竞联合部门的负责人，为玩家打造游戏与电竞、音乐及发行内容连接的无缝体验。

- ✓ 《英雄联盟》电竞提高电竞选手收入，可持续发展：今年4月份，拳头电竞业务发布《对英雄联盟电竞策略的调整》的文章，其中重点提到将推出新的合作模式，提高电竞俱乐部和选手收入，确保走上长期可持续发展的道路。将联盟数量从8个减少到5个，5大联赛的队伍缩减到60支以上。
- ✓ 《无畏契约》诞生就定义为电竞游戏，2021年推出第一届国际赛事，24年观赛人数创新高。根据无畏契约电竞赛事全球负责人Leo Faria：“我们的目标是把《无畏契约》打造成一款非常新颖而且能够吸引不同年龄、性别玩家的游戏，我们不仅要做同类游戏中的佼佼者，还要超越限制打造出最棒的竞技游戏。”
- 赛事是有助于游戏长期运营。当今，电竞成为吸引全球电竞爱好者、打破地域和语言界限的重要纽带。通过年轻一代参与，建立更有生命力的未来。根据Newzoo，全球电子竞技收入22年同比增长21.8%。

2020年6月，《瓦罗兰特(VALORANT)》在欧美、巴西、日本、韩国等国家和地区开启公测。《无畏契约》国服23年7月上线，今年7月国服单日同时在线稳定突破百万。

图：24年7月网吧游戏热力榜

排名	升降	游戏名称	所属厂商	热力值
TOP1	-	英雄联盟	腾讯	47867549
TOP2	-	穿越火线	腾讯	28915327
TOP3	-	永劫无间	网易	21375405
4	-	无畏契约	腾讯	15462154
5	-	地下城与勇士	腾讯	7314742
6	-	逆战	腾讯	2926478
7	-	QQ飞车	腾讯	1917106
8	-	NBA2KOL2	腾讯	1716439
9	↑ 1	CFHD高清竞技大区	腾讯	1446406
10	↓ 1	CSGO	完美世界	1289802
11	重磅上线	绝区零	米哈游	1213696
12	↑ 6	生死狙击2	无端科技	1019813
13	↓ 2	原神	米哈游	990306
14	↑ 17	魔兽世界怀旧服	网易	808725
15	↓ 3	梦幻西游	网易	783215
16	↓ 1	鸣潮	库洛游戏	769198
17	↓ 3	QQ炫舞	腾讯	710674
18	↓ 1	梦三国2	电魂网络	681510
19	↓ 6	Dota2	完美世界	676057
20	↑ 7	英勇之地	点触科技	667530

数据来源：顺网科技、国信证券经济研究所整理

[01] 腾讯海外游戏概述以及海外游戏市场概览

[02] Supercell与拳头公司组织调整与游戏改动

[03] 腾讯游戏运营启示

[04] 海外游戏厂商估值启示

[05] 投资建议

3.1 启示1：通过运营寻求改变，腾讯游戏积极调整



- 通过正确的运营获得正确结果。腾讯24Q1业绩会表示：如果一款应该是常青树的游戏停滞不前，问题通常不在于游戏本身，而在于运营游戏的团队。需要改变团队，有时改变的是心态，有时改变的是人。这些大型多人竞技游戏本质上是长青的，就像足球、篮球等主要体育项目本质上是长青的一样。有正确的人运营游戏，就能获得正确的结果。
- 23年下半年以来，腾讯游戏调整：
 - ✓ 组织：23年下半年，腾讯天美工作室调整J2工作室，光子工作室群下成立光子发行部。J2工作室旗下涵盖《全境封锁》《御龙在天》《斗破苍穹》《尼尔》等游戏。
 - ✓ 商业化：23Q4业绩会会上，腾讯表示①进行改革，更换了游戏的商业化团队。比如已经对《王者荣耀》进行改革。②一系列在过去2-3年中积累了庞大的用户基础的游戏，对这些游戏进行商业化变现，如《金铲铲之战》、《英雄联盟：激斗峡谷》、《暗区突围》等游戏。
 - ✓ 创新：24年1月，腾讯发布《IEG自研春笋计划》，尝试新机会、探索新玩法。与此同时，专注于推出更大规模的游戏。

图：腾讯游戏历年组织调整

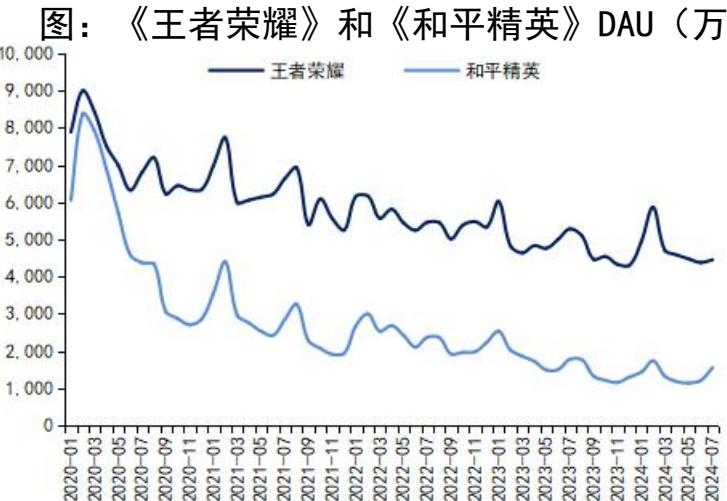


数据来源：竞核、国信证券经济研究所整理

3.1 启示1：通过运营寻求改变，腾讯大DAU游戏平台化，注入新玩法

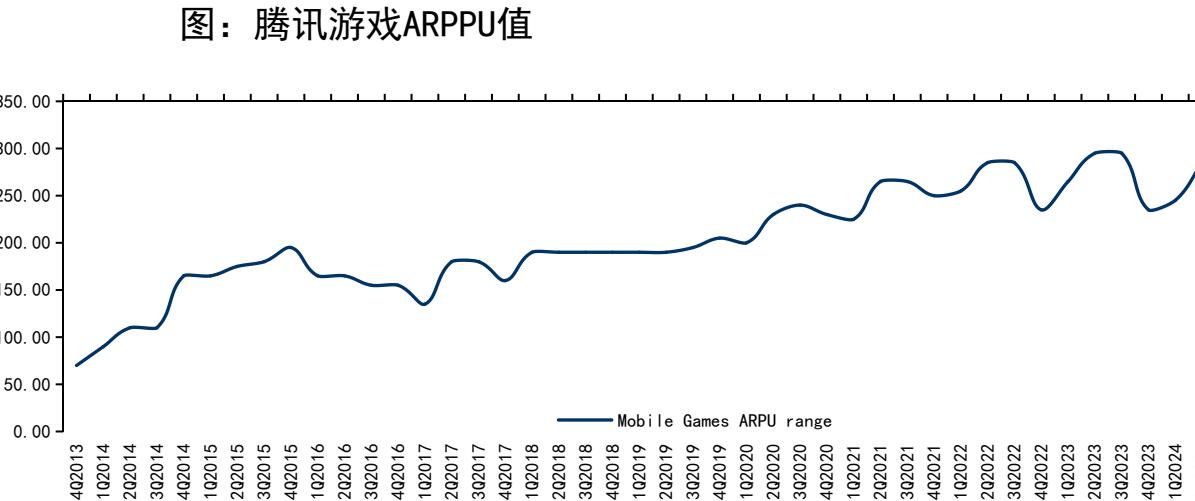


- 腾讯24Q2业绩会表示，两个大游戏（《和平》和《王者》）越来越像平台，将新的游戏模式注入这些平台，推动用户和流水的进一步增长。
- ✓ 《和平精英》暑期上线地铁逃生（Metro Royale）玩法。在该玩法中，玩家需要尽可能地搜集武器和物资，并成功撤离。除了要应对其他玩家之外，场地里还有三股NPC敌对势力，拥有PVP与PVE的双重压力。带出的物资可以应用到下一局游戏，某种程度上弥补了《和平精英》传统战术竞技缺乏的场外养成体验。
- ✓ 《王者荣耀》加强内容设计并于7月上线10v10新玩法。玩家可以体验到高达20人的大团战，同时还有随时退出和进入对局的功能。有独立的段位系统，采用积分制，表现优异的玩家即使输掉比赛也能获得段位积分。
- 根据腾讯24Q2业绩会，二季度，《和平精英》的总流水同比增长了两位数，DAU在7月份恢复同比增长；《王者荣耀》第二季度的总流水也同比增长。



数据来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



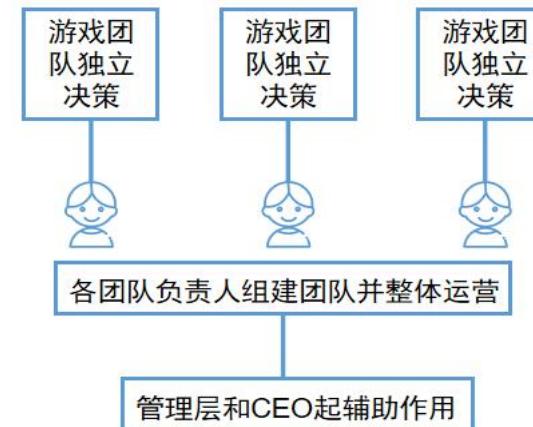
数据来源：腾讯，国信证券经济研究所整理

3.2 启示2：创新方面，增加团队透明度，尽早与玩家沟通



- Supercell公司核心文化是独立细胞的理念，每个细胞都对自己的决定负责。将透明度带来的压力取代通常的固定预算或绿灯程序。根据Supercell CEO 2024年分享，如果一个团队想要打造一款“大游戏”，毫无疑问需要一个较大的预算。太多游戏团队最终试图取悦审批委员会，而不是专注于取悦玩家，做一些有风险的事情。是人才和团队创作出伟大的游戏。新游戏团队是由一群疯狂的、雄心勃勃、足智多谋的人组成，他们执行速度快、不怕冒险，并迅速做出积极（有时是痛苦/可怕）的改变，那么他们最有可能成功。未来Supercell未来的流程将是：1) 形成最佳团队的系统方法；2) 新人团队；3) 迫使团队在完全透明的环境下运营。
- 运用初创公司“产品-市场匹配”方法，尽快与玩家进行反馈沟通。Supercell不认为通过问玩家他们想要什么就能创造大作游戏，但相信必须尽早向玩家展示并面对反馈的现实。如果新的游戏团队等待玩家反馈的时间太长，而且改变路线感觉太难或太晚，就会出现问题。

图：Supercell项目决策机制



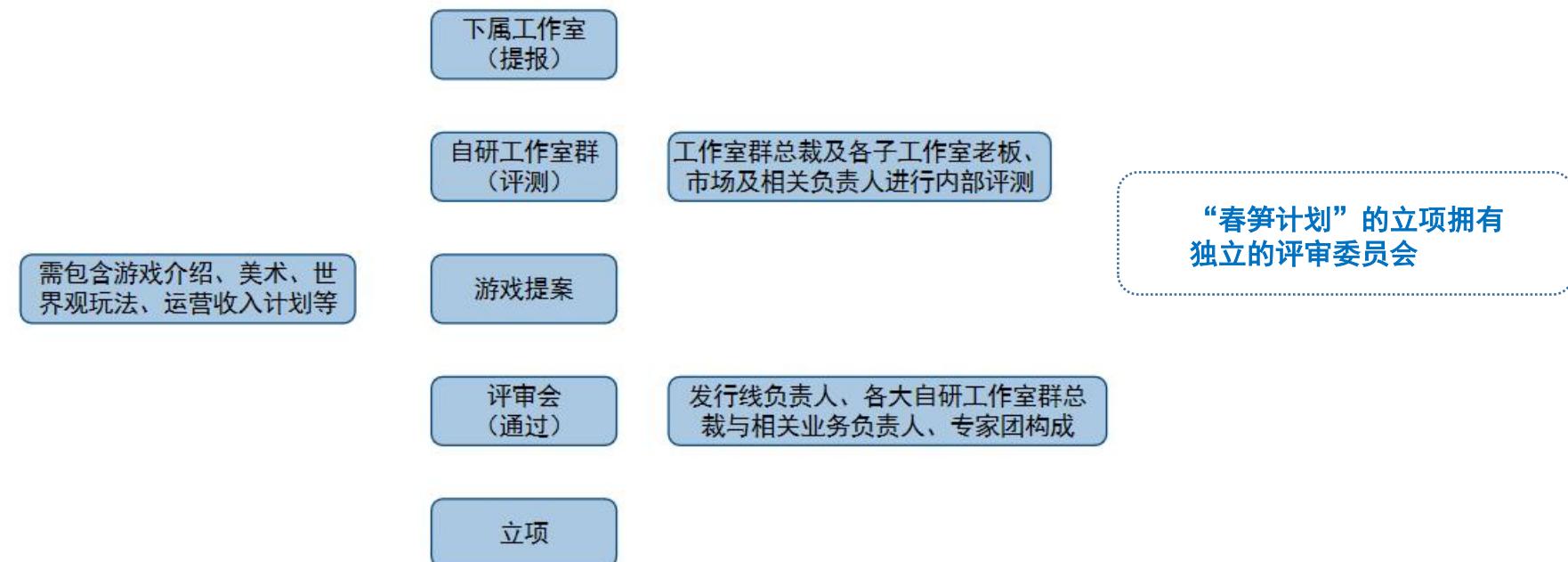
数据来源：Supercell公众号，国信证券经济研究所整理

3.2 启示2：创新方面，腾讯游戏推出春笋计划，增加对新机会的研发投入



- 近年来腾讯游戏自研的主要打法是集中研发力量投入在“大产品”上，成本高、周期长、回报高，如MOBA、战术竞技等主要赛道均取得了不俗的成绩。分析来看，大体量产品立项往往求稳，并在KPI规划下往往是市场现有已证明过的品类。并且大体量产品一般是工作室擅长的品类，带队的也是有成绩的老将。为了及时捕捉更多行业机遇，24年1月腾讯推出“春笋计划”。
- 1) 增加对新机会、新玩法以及垂类游戏的研发投入；2) 动员内部立项中等体量（成本3亿左右）产品，并将在事业群和集团层级配套相应的激励。同时，“春笋计划”也鼓励年轻人才的成长，会根据产品上线后的具体表现给予更多激励。

图：腾讯游戏立项机制



数据来源：游戏日报，国信证券经济研究所整理

3.3 启示3：腾讯国内商业化/运营经验可以赋能海外游戏



- 腾讯对海外工作室赋能主要体现在：1) 运营和发行的支持，如第一章所述，国外游戏起步早，游戏工业化程度更高，但国内手游商业化设计更强，有很多运营和数据的积累。在GAAS浪潮下，有望为海外游戏设计提供经验。2) 提供IP的联动和扩展。
- 腾讯几乎不对所投的游戏工作室做太大干预，但可以帮助其海外工作室优化运营管理体系。根据晚点，游戏公司是腾讯少有的在投资后，会成立专门对接部门服务的对象，比如育碧合作部。随着3A 品质 +GaaS 也逐渐被认为是“下一代游戏”的主流形态，腾讯在组织和运营方面都可以给予支持。比如2017 年 Epic 推出了火爆全球的射击游戏《堡垒之夜》，团队在思考商业模式时，腾讯抛出了各种办法，包括已经被《英雄联盟》验证过的内购玩法，既能赚钱又不损害游戏体验。（当时未通过给，Epic选择战斗通行证模式battle pass）。

图：对话腾讯马晓轶

“今天的游戏市场是更成熟的市场，在一个成熟的市场，成功的水位线非常高。2013-2016年，虽然竞争很激烈，但只要用市场通行的玩法+IP，也许就能取得不错的成绩。但在今天的市场，只有达到80分的产品，才有机会露出水面取得成功。”

“能持续做出80分产品团队，往往需要在行业里有大量的积累。积累在游戏行业就是最重要的。我统计了行业里最近10年做到10亿美元市场规模以上的产品，它们背后的研发团队在相关领域的积累，平均有14年，这才让他们的游戏成功。”

“2007年时，中国市场还是新兴市场，那时抓机会最重要，大家更看重短期，投的公司基本两三年就能出结果。今天，我们会把时间拉得更长，我非常接受5—10年的计划。这个转变可能发生在2018、2019年，我们发现，有大量的投资公司要花非常长的时间，才能打磨出比较高质量的作品。”

数据来源：游戏葡萄，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.3 启示3：腾讯海外游戏IP储备丰富，海外投资公司游戏经验积累足



- 随着腾讯08年开始对海外游戏投资与合作，投资海外游戏公司超百家。目前IP储备丰富，重点比如《刺客信条》《艾尔登法环》。
- 虽然当前“玩法+IP”无法再轻易行得通，只有较高的品质才能在游戏市场崭露头角。但是腾讯的工作室都有相应玩法制作经验积累，更有概率打磨出有比较高质量的作品。

图：腾讯投资游工作室以及对应游戏类型

游戏工作室	国家	游戏类型	储备产品/方向
Bloober Team	波兰	解谜	《层层恐惧》
Digital Extremes	加拿大	RPG	《Soulframe》
Dontnod Entertainment	法国	动作冒险	《勿忘我》
Exit Plan Games	波兰	动作RPG	《赛博朋克2077》
Fatshark	瑞典	射击	《战锤》系列
From Software	日本	动作RPG	《艾尔登法环》
Frontier Developments	英国	休闲模拟	《动物园之星》
FunCom	挪威	策略	《沙丘》系列
Grinding Gear Games	新西兰	RPG	《流放之路》系列
Klei Entertainment	加拿大	动作冒险	《饥荒》系列
Krafton	韩国	射击	《PUBG》
Larian Studios	比利时	RPG	《博德之门》系列
Netmarble	韩国	RPG	《天堂》系列
Platinum Games	日本	动作冒险	《尼尔. 机械纪元》
Pocket Gems	美国	模拟	《Episode》
Remedy Entertainment	芬兰	动作	《心灵杀手》
Riot Games	美国	MOBA	《英雄联盟》
Shift Up	韩国	射击RPG	《胜利女神：尼基》
Stunlock	瑞典	动作冒险	《夜族崛起》
Sumo Group	英国	解谜	《小小大星球》系列
Supercell	芬兰	策略	《部落冲突》、《荒野乱斗》
Sybo	丹麦	动作	《地铁跑酷》
Ubisoft	法国	动作冒险	《刺客信条》
动视暴雪	美国	RPG	《魔兽世界》

数据来源：游戏日报，国信证券经济研究所整理

[01] 腾讯海外游戏概述以及海外游戏市场概览

[02] Supercell与拳头公司组织调整与游戏改动

[03] 腾讯游戏运营启示

[04] 海外游戏厂商估值启示

[05] 投资建议

游戏龙头估值：海外游戏公司估值平均高于国内游戏公司



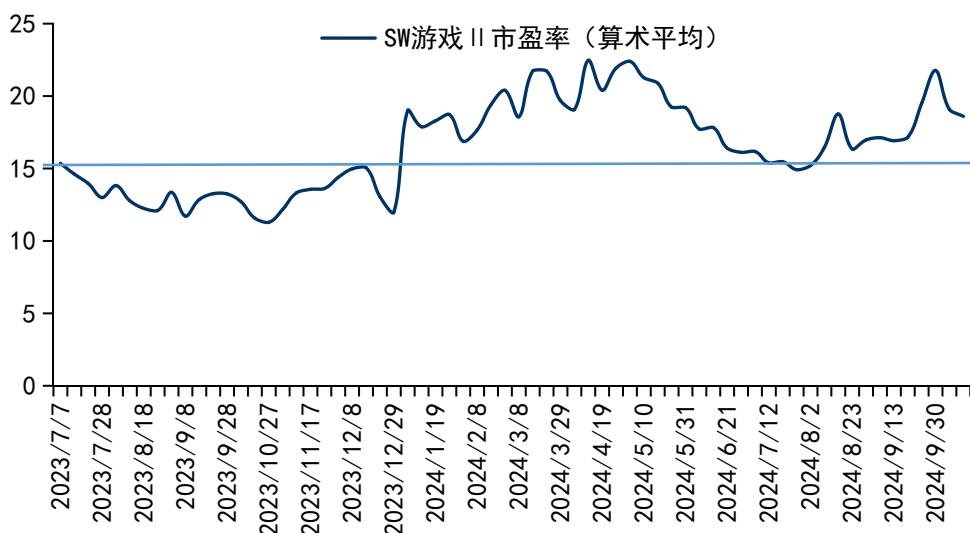
- 海外游戏公司估值：根据彭博一致预期，我们测算海外头部上市游戏公司24年PE值为30x，而腾讯、网易PE值为15、11x。
- 中国游戏公司估值：根据wind，SW游戏II板块 10月17日PE为 18.6x。

图：海外游戏公司市盈率（10/17，采用彭博一致预期）

	市值（亿美元）	经调整利润（亿美元）			PE值		
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
任天堂	688	34	24	29	21	29	24
EA	383	19	21	22	20	19	17
Take-Two	272	4	4	14	64	61	19
索尼	1,166	67	68	67	17	17	17
Nexon	152	5	9	10	32	17	17
万代南梦宫娱乐	146	7	7	7	21	22	21
Unity	86	4	4	4	17	18	19
卡普空	115	3	3	4	41	36	32
科乐美	137	4	5	5	33	28	26
平均					30	27	21
腾讯	4,967	223	300	334	20	17	15
网易	527	46	46	50	11	11	10
平均					15	14	12

数据来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：国内游戏行业市盈率



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海外游戏龙头估值：产品矩阵和产品形态是估值的第一锚点

- 海外游戏公司在产品矩阵布局上全面，公司都有各自独家且长青的游戏IP。
 - ✓ 体育联盟独家代理：这类型的游戏设定属性随着赛季而自然更新，拥有稳定长期粉丝群体和稳定收入来源。
 - ✓ 动漫类IP及模拟策略类IP：以日韩为主的游戏公司估值的主要来源，结合强大的文化影响力，构建品牌资产。
 - ✓ **射击、动作冒险类是公司变现上限高的游戏品类**，对于在线对战的回合制（FPS、MOBA、MMORPG等等）游戏，能够形成网络社交效应，通过持续上线新的角色/新的玩法，从而形成稳定的变现能力；与之相比，关卡制的3A游戏通常以长系列出现，当首部形成爆品后，IP形成具有强大的周边及续集的变现手段。
- 从上述整理可以看出，公司在游戏开发布局上有明显的侧重。
 - ✓ EA和Take-Two均以体育类/特定的独家IP作为基本盘，外延发展射击、动作类游戏提高收入上限；
 - ✓ 日韩公司更注重IP多元化变现，其中最典型的例子是任天堂；
 - ✓ 动视、育碧则始终专注在射击、动作冒险类游戏，通过结合不同的场景设定，拓展新玩法来实现品牌价值。
- **长青游戏IP的年化基础利润是公司估值的支撑，公司估值的波动与各自产品周期及市场信心更为相关。**

图：海外游戏龙头公司主要游戏类型和系列

游戏品类	公司	主要游戏系列
体育类	Take-Two Interactive	《NBA 2K》系列, 《WWE 2K》系列
	EA Sports	《FIFA》系列, 《NHL》系列, 《Madden NFL》系列, 《PGA》系列
	Codemasters (EA)	《F1》系列
	Sony Interactive	《MLB The Show》系列
动漫类	任天堂 (Nintendo)	《马里奥》系列, 《宝可梦》系列
	Sony Interactive	《漫威超级英雄》系列
模拟策略	任天堂 (Nintendo)	《动物森友会》系列, 《皮克敏》系列
	Take-Two Interactive	《文明》系列
射击类	动视暴雪 (Activision Blizzard)	《使命召唤》系列, 《守望先锋》系列, 《魔兽世界》系列
	EA	《战地》系列, 《Apex Legends》
	微软 (Microsoft)	《最后一战 (Halo)》系列
	Take-Two Interactive	《Red Dead Redemption》系列
	育碧 (Ubisoft)	《Tom Clancy's Rainbow Six》系列, 《极地战壕》系列
动作冒险类	索尼 (Sony Interactive)	《战神 (God of War)》系列
	育碧 (Ubisoft)	《刺客信条》系列
	Take-Two Interactive	《侠盗猎车手 (GTA)》系列
	动视暴雪 (Activision Blizzard)	《命运 (Destiny)》系列

➤ 优质主要体现在长青的游戏IP、领先的研发能力等构筑的竞争优势，从而形成较为稳定的现金流。

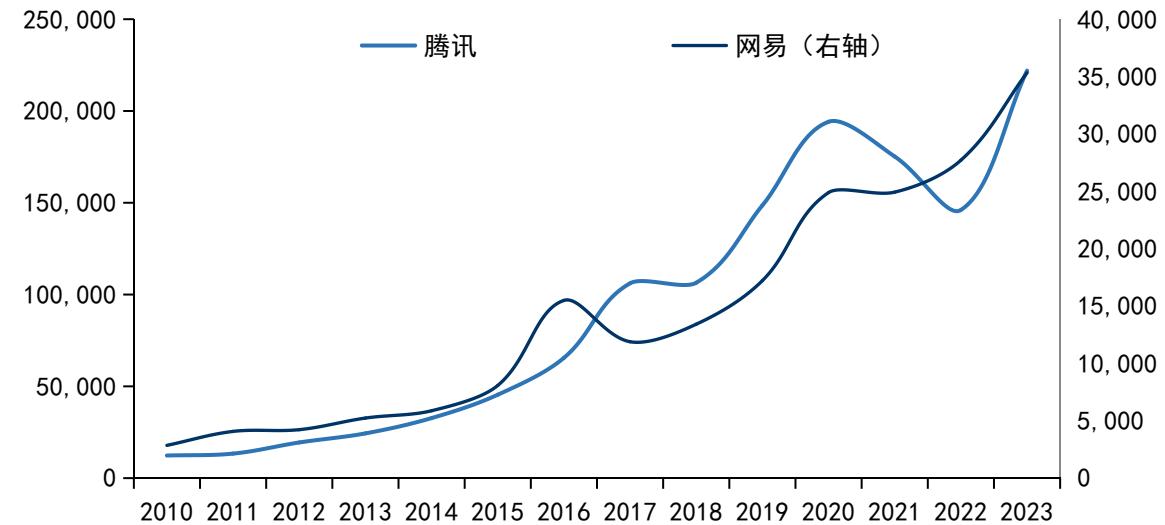
图：国内外游戏龙头历史PE估值



数据来源：彭博，国信证券经济研究所整理

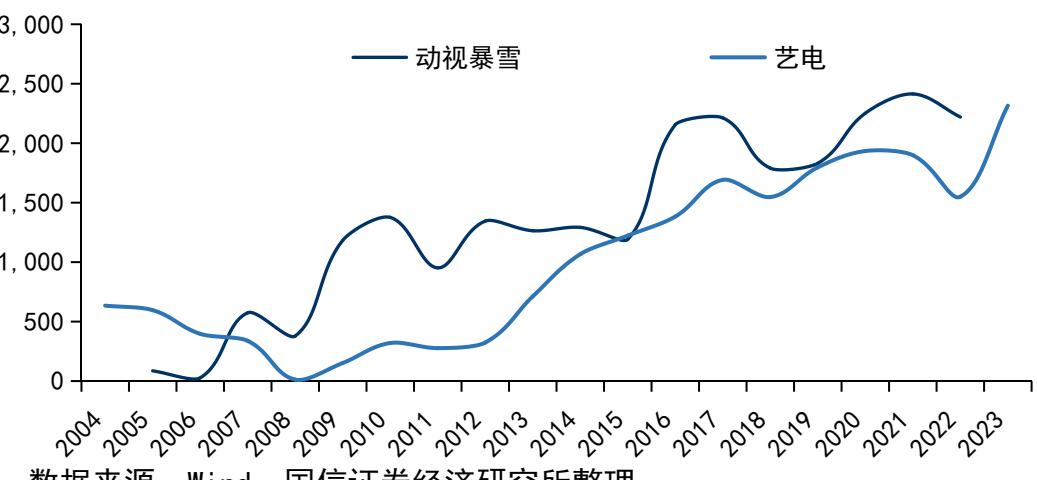
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：腾讯、网易经营活动现金流（百万元）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

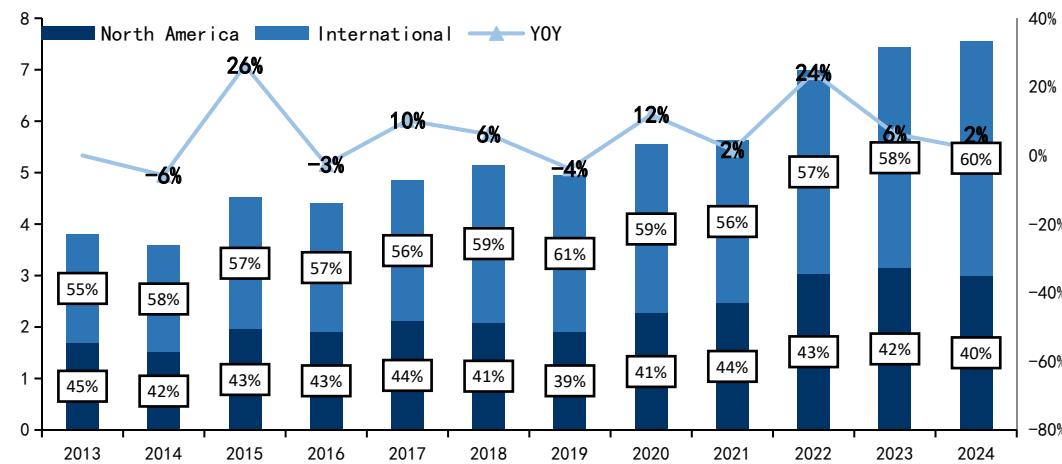
图：动视暴雪、EA经营活动现金流（百万美元）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

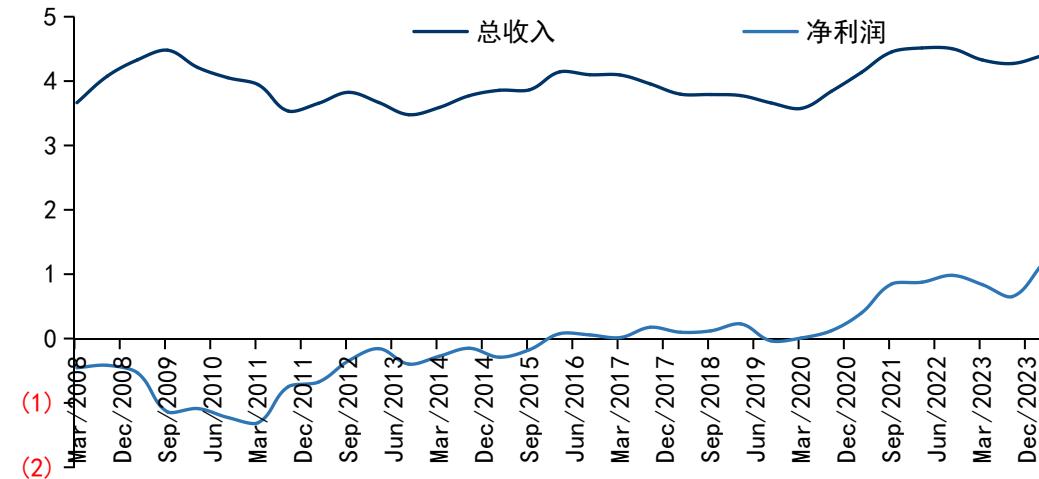
- ✓ **公司成立与早期发展 (1982-1990年)**：EA于1982年创立，推出大量经典PC游戏。1988年，EA发布了《John Madden Football》，该系列后来成为EA Sports旗下最成功的体育类游戏。1989年，EA公开上市。
- ✓ **扩张与收购阶段 (1990-2000年)**：1990年代是EA的扩张期，公司通过收购多个游戏工作室（包括最有标志性的Maxis），进入了更多游戏领域。期间发布了《FIFA》，《模拟人生》等等。
- ✓ **3A游戏与全球化 (2000-2010年)**：进入21世纪，EA继续强化其在游戏行业的地位，特别是在3A级大作方面，推出了许多成功的系列游戏。《战地》系列（2002）和《荣誉勋章》（2000）也成为公司在射击游戏领域的重要IP。全球化的拓展逐步进入欧洲、亚洲市场。
- ✓ **数字化与服务型转型 (2010-2020年)**：在2010年代，EA逐步向数字化和服务型转型，越来越重视游戏内购和在线多人游戏服务。EA推出《FIFA Ultimate Team》，《星球大战：前线》及《Apex Legends》。2013年，Andrew Wilson接任CEO，推动公司在数字化分销和移动游戏市场的布局。
- ✓ **现代发展 (2020年至今)**：EA继续专注于扩展在线游戏服务，并通过收购更多工作室增强其开发能力。21年收购Codemasters。公司在公司治理方面持续推进更多的数字和多元化战略。Andrew Wilson仍然担任CEO，致力于保持公司在体育、射击和模拟类游戏领域的市场领导地位。

图：收入结构拆分及收入增速 (bn, %)



数据来源：EA财报，国信证券经济研究所整理

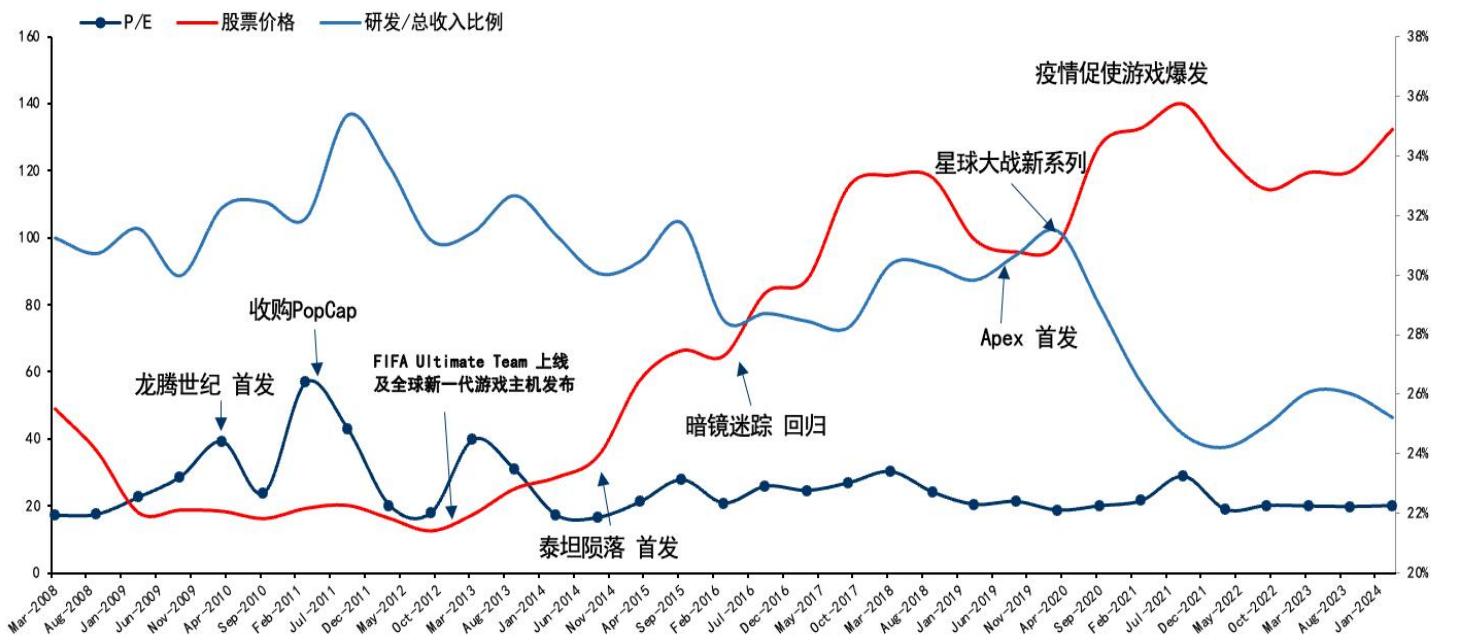
图：EA总收入和利润趋势 (bn)



数据来源：EA财报，国信证券经济研究所整理

- EA近年来收入平稳增长，但是利润持续释放，研发费率下降。收入角度平稳增长，24财年总收入同比增长2%，根据彭博一致预期，25/26财年预计同比增长2%/6%。利润方面，24财报经调整利润同比增长5%，25/26财年预计同比增长10%/8%。利润率的提升主要系研发费率的下降。
- 19年以后，PE估值在20倍左右，估值较为平稳。从《FIFA94》开始，EA凭借庞大的真实联赛、俱乐部和球员授权体系，就开始建立了自身在足球游戏领域的龙头地位。除此以外，EA手握体育类、特定的独家IP作为基本盘，多品类游戏矩阵+全球化市场扩张缔造收入稳定增长。比如《FIFA》系列、《极品飞车》系列、《模拟人生》系列、《战地》系列等。

图：公司股价、估值与研发支出占比 趋势图



数据来源：EA财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：EA代表作品以及IP类型

工作室名称	游戏类型	代表作
EA Sports	体育类	FIFA (2012)、Madden NFL、NHL
DICE	动作冒险与射击类	Battlefield (战地) (2016)、Mirror's Edge系列
Respawn Entertainment	动作冒险与射击类	Apex Legends (2019)、Titanfall系列、Star Wars Jedi系列
BioWare	角色扮演、动作冒险	Dragon Age系列 (2009)、Mass Effect系列、Anthem
Maxis	模拟类、策略类	The Sims (模拟人生) 系列 (2000)、SimCity (模拟城市) 系列
Criterion Games	赛车游戏	Need for Speed (极品飞车) 系列 (1994)、Burnout系列
Codemasters	赛车游戏	F1系列 (2010)、Dirt系列、GRID系列
PopCap Games	休闲、策略游戏	Plants vs. Zombies系列 (2009)、Bejeweled系列
EA Motive	动作冒险、科幻	Star Wars: Squadrons (2020)、Dead Space重制版

数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

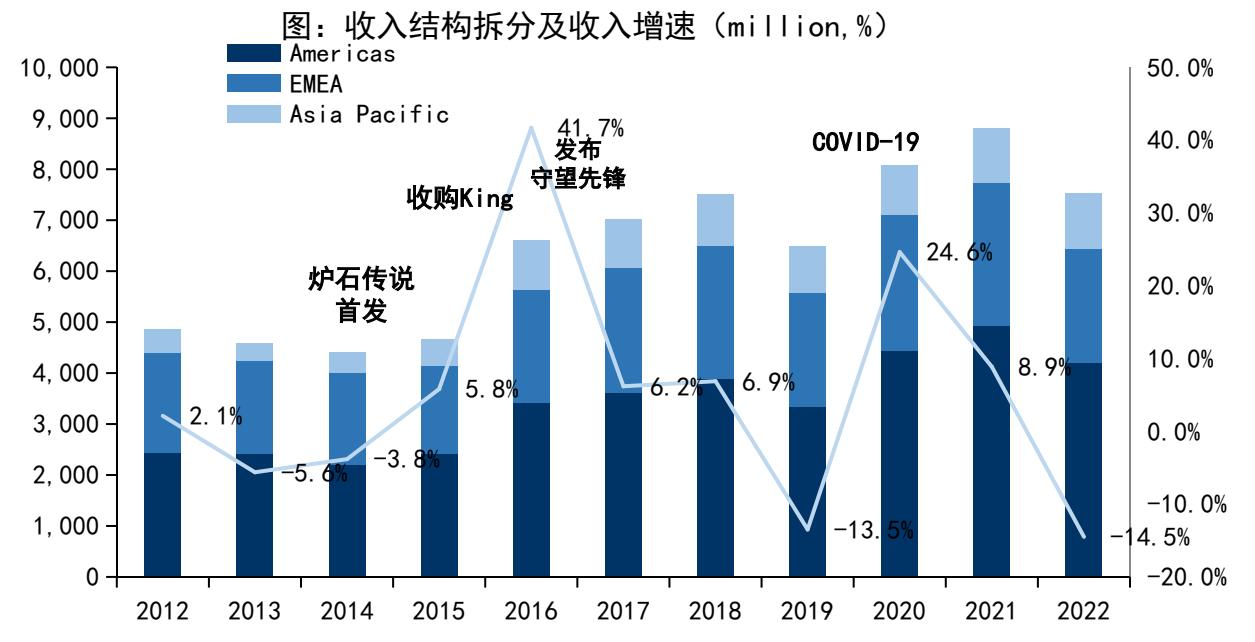
- ✓ 动视时代（1979-2007年）：作为第三方游戏开发商，通过收购工作室积累研发实力，形成最早期的游戏公司。收购的公司包括：Infinity Ward (Apex开发工作室Respawn Entertainment的前身)，Treyarch, Raven Software。
- ✓ 动视暴雪公司合并（2008-2015年）：2007年由1979年创立的动视公司与1991年创立的暴雪公司合并为动视暴雪公司，**动视暴雪拥有魔兽系列、使命召唤系列两大游戏IP**。暴雪带来的电脑游戏业务让公司营收再上一个台阶，PC端业务收入占比稳定在30~40%，主要由暴雪旗下魔兽系列游戏贡献。
- ✓ 收购King形成三大业务部门（2016-2021年）：**借助King成熟的移动游戏IP，开拓手游市场**。通过《糖果传奇》打破了公司原有PC端增速放缓的顾虑，实现了从主机、端游到手游的全终端平台布局。2021年，公司在主机端/PC端/移动端的收入占比分别为30.0%/26.4%/36.1%。
- ✓ 微软宣布收购动视暴雪（2022年）：微软宣布计划以687亿美元收购动视暴雪，成为游戏行业有史以来最大的一笔交易。此次收购旨在进一步加强微软在全球游戏产业中的影响力，特别是通过将动视暴雪的游戏纳入其Xbox Game Pass服务。
- ✓ 面对来自索尼、任天堂等竞争对手的压力，微软需要通过并购来实现战略上的优势。特别是索尼在PS5平台上推出了多款备受好评的大作，这对微软构成了威胁。微软强大的技术和资金支持可以帮助动视暴雪在新游戏和新技术的研发上取得突破，同时也能利用动视暴雪丰富的游戏经验和市场洞察力推动自身的业务发展。

图：重要产品发布及事件时间线

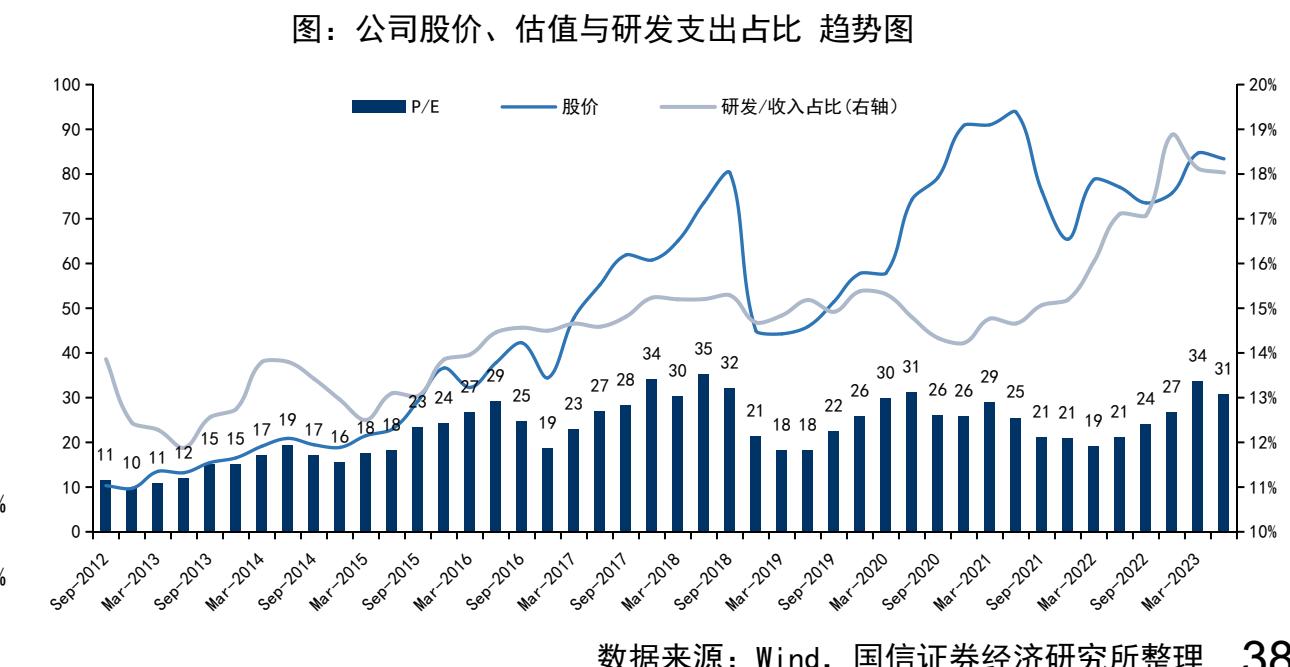


数据来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- 动视暴雪的收入增速与公司的产品周期高度相关。2014年发布《炉石传说》及2015年发布《守望先锋》将公司收入的安全边际上移。2016年往后，公司无明显的大游戏IP发布，公司的收入增速变化更多与宏观经济/事件有关。
- 动视暴雪的研发投入占比呈现持续的上升趋势。而公司以射击FPS、MOBA、MMORPG为主的游戏属性，在收入上相较于体育类/模拟类更为波动。
- **PE提升反映市场对公司新游戏发布的乐观预期。**2014-2015年公司《炉石传说》发布，PE大幅提升从20提升到30；2016-2017年发布《守望先锋》及《使命召唤：无限战争》，PE估值再次从20提升到30；2019-2021H1年受疫情影响，市场对于游戏公司增速的乐观预期，再次推动公司PE从20提升到30。21H2-22年，动视暴雪PE在19-24倍左右，整体比较稳健。



数据来源：ATVI财报，国信证券经济研究所整理



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 38

[01] 腾讯海外游戏概述以及海外游戏市场概览

[02] Supercell与拳头公司组织调整与游戏改动

[03] 腾讯游戏运营启示

[04] 海外游戏厂商估值启示

[05] 投资建议

- 梳理腾讯游戏24年末/25年游戏pipeline，重点建议关注《三角洲行动》、《洛克王国手游》、《王者荣耀世界》、《无畏契约手游》等。

图：腾讯游戏pipeline梳理

游戏名	自研/代理	开发团队	工作室	游戏品类	IP方	是否取得版号
三角洲行动	自研	天美	天美J3/Y2	射击（塔科夫）	NovaLogic	2023/7/26
王者万象棋	自研	天美	天美L2	自走棋		2023/2/10
王者荣耀星之破晓	自研	天美	天美J5	ACT		2023/6/20
宝可梦大集结	自研	天美	天美J6	MOBA	任天堂&GF	2022/12/10
王牌战士2	自研	魔方	魔术师	射击		2023/5/22
航海王：壮志雄心	自研	魔方	魔术师	ACT		2023/8/25
大航海时代：海上霸主	代理	天戏互娱、西安启虹		SLG	光荣特库摩（盛天网络代	2022/12/24
卡拉彼丘	代理	创梦天地		二次元射击		2023/3/22
刺客信条：代号Jade	自研	天美	天美T1	ARPG	育碧	2023/12/25
逆战手游	自研	天美	天美J3/Y1	射击		2023/12/25
彩虹六号手游	自研	育碧+腾讯		射击模拟	育碧	2024/8/2
VALORANT手游	自研	光子	量子	射击	拳头	2024/6/5
洛克王国手游	自研	魔方	魔镜	RPG		2024/6/25
美职篮全明星	自研	光子		体育		2023/12/22
全境封锁：曙光	代理	育碧		开放世界射击	育碧	2023/12/4
王者荣耀世界	自研	天美	天美L2	RPG		否
怪物猎人手游	自研	天美	天美J5	ARPG	卡普空	否
雪中悍刀行手游	自研	光子	光子R	MMORPG		否
一人之下IP新游	自研	魔方	魔术师	ARPG		否
部落传说（Clash Heroes）	自研	Supercell		RPG		否
新信长之野望	代理	广州黑胡子		策略		否

数据来源：国家新闻出版总署，国信证券经济研究所整理

腾讯游戏收入：递延影响下，预计24/25年同比+11%/+6%



- 考虑到流水递延以及基数效应，腾讯游戏收入在24H2、25H1增速会较快，我们测算24Q3/24Q4/25Q1/25Q2游戏收入增速13%/18%/15%/9%。
- 考虑到24年DNF手游、荒野乱斗、无畏契约流水贡献较明显，本页面仅测算这几款游戏后续流水演绎对海外和国内游戏收入边际变化带来的影响。假设其余国内游戏增速为0%，海外游戏增速为2%。还应观察前页所列游戏新品表现。

图：腾讯游戏收入季度测算（中性）

亿元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
腾讯国内游戏收入	351	318	327	270	345	346	377	332	405	377	372	310
yo ^y	6%	0%	5%	-3%	-2%	9%	15%	23%	17%	9%	-1%	-7%
ex. 无畏契约、DNF	351	318	325	264	335	325	325	264	335	325	325	264
yo ^y					-5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
DNF手游						8	37	52	55	36	30	28
无畏契约PC			2	6	10	13	15	15	15	16	18	18
腾讯海外游戏收入	132	127	133	139	136	139	144	152	150	152	155	160
yo ^y	25%	19%	14%	1%	3%	9%	8%	10%	10%	9%	8%	5%
ex. 荒野乱斗	130	125	131	136	132	131	133	139	134	134	136	142
yo ^y					2%	5%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
荒野乱斗	2	2	2	3	4	8	11	13	16	18	19	18
腾讯游戏整体收入	483	445	460	409	481	485	520	484	555	529	527	470
yo ^y	11%	5%	7%	-2%	0%	9%	13%	18%	15%	9%	1%	-3%
流水预测：												
DNF手游						60	70	39	31	28	27	27
无畏契约PC			7	10	13	15	20	15	15	18	20	16
荒野乱斗	2	2	3	4	13	22	20	18	18	18	18	18

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理与预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：腾讯游戏收入年度测算

亿元	2023	2024E	2025E
腾讯国内游戏收入	1266	1400	1464
yo ^y	2%	11%	5%
腾讯海外游戏收入	531	571	617
yo ^y	13%	8%	8%
腾讯游戏整体收入	1797	1971	2081
yo ^y	5%	10%	6%

数据来源：公司财报，国信证券经济研究所整理与预测

假设逻辑：

1、腾讯今年以来表现较好的游戏为DNF手游、无畏契约PC端、海外荒野乱斗，我们分别假设三者流水递延周期为9/9/18月。

2、假设国内游戏除了DNF手游、无畏契约PC端外，未来逐季度保持0增长；海外游戏未来逐季度保持2%增长。

核心结论：运营焕新游戏，成熟期海外游戏大厂估值稳定



- **腾讯海外游戏现状：**依靠收购子公司+合作开发游戏。海外游戏市场有很强的本土化特征，并且海外成熟市场（欧美日韩市占约60%）发展较久，喜欢主机游戏并关注游戏品质，是创新玩法主战场。但在关注游戏好玩性同时，海外成熟市场在游戏商业化方面有待探索。腾讯为代表的中国厂商擅长GaaS（服务型游戏），内购的方式为海外游戏商业化变现提供思路。
- **Supercell等腾讯海外游戏子公司做了什么？** Supercell管理层思路的转变，通过增加运营，促活商业化变现。1) Supercell 22年开始扩张运营人员，23年招聘变现设计主管等；2) 《荒野乱斗》流水回升得益于简化高频日常活动，推出新赛季卡系统。但游戏商业化运营调整存在不确定性，需要有魄力承担短期游戏流水下滑风险。比如22年《荒野乱斗》商业化运营调整后，流水下滑到历史低位。
- **腾讯游戏启示？** 通过运营寻求改变，腾讯游戏积极调整。腾讯24Q1业绩会表示：如果一款应该是常青树的游戏停滞不前，问题通常不在于游戏本身，而在于运营游戏的团队。 23年下半年以来，我们看到腾讯游戏①组织方面裁撤国内工作室，海外Riot裁员；②运营方面，更换了游戏商业化团队（《王者》等）；③创新方面，推出春笋计划，增加对新机会的研发投入，接受中体量产品。
- **如何看待腾讯游戏发展？** 随着游戏行业创新边际效应递减，腾讯整体更加稳健。腾讯游戏拥有强大的项目经理团队，2019年左右后游戏玩法逐渐饱和，游戏创新边际效益递减，腾讯的投资、运营/商业化经验储备显得弥足珍贵，整体更加稳健。当前，“玩法+IP”无法再轻易行得通，只有较高的品质才能在游戏市场崭露头角。较高品质的团队往往需要在行业中有较大积累，整体投资回报周期也变得更长。随着腾讯08年开始对海外投资与合作，投资公司超百家，目前IP储备丰富，产品制作经验丰富。
- **如何看待游戏的估值？** 新游戏的开发本身存在高度不确定性，但是复盘海外龙头，我们发现具备多品类矩阵和拥有长青IP的游戏大厂，在收入增速放缓至个位数增长的阶段后，整体估值仍然相对稳定，21年后EA公司和动视暴雪公司等，PE估值交易在20-30x区间。我们认为对于此类厂商的定价主要体现了海外市场认为游戏场景具备高黏性，优质厂商由于具备领先的研发能力、运营能力和长青的游戏IP，长期竞争份额较稳固，产生高质量现金流。

投资建议：腾讯游戏整韧性，通过运营寻求改变



- **投资建议：腾讯游戏整体更加稳健，关注大DAU游戏平台化等趋势。**游戏本身是存在高度不确定的行业。腾讯游戏拥有强大的项目经理团队，随着18、19年左右，游戏创新边际效益递减，腾讯的投资、运营/商业化经验储备显得弥足珍贵，整体更加稳健。在当前游戏厂商以长效经营为目标的背景下，腾讯通过大DAU游戏平台化、发展电竞等方式，巩固自身游戏护城河，推动用户和流水的进一步增长。例如，7月，《和平精英》增加地铁逃生玩法、《王者荣耀》上线10v10玩法等。
- 这样的韧性也体现在腾讯的其他业务上。收入端来看，腾讯广告业务、金融科技业务受到宏观影响。但公司广告业务库存释放、技术升级有望带来广告增长韧性。金融科技业务中占收入大头的支付业务收到宏观影响，但理财等高毛利业务健康增长。除此以外，视频号电商的持续发展也带来电商广告、技术服务费的收入增长。利润端来看，公司的高质量业务持续发展为利润的持续提升提供潜力。我们维持盈利预测，预计24-26年公司调整后净利润为2198/2482/2729亿元，继续维持“优于大市”评级。

图：腾讯盈利预测及市场重要数据（2024/10/17）

盈利预测及市场重要数据	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	609015	660966	710764	753652
(+/-%)	9.8%	8.5%	7.5%	6.0%
净利润(百万元)-Non IFRS	157688	219833	248157	272856
(+/-%)	36.4%	39.4%	12.9%	10.0%
每股收益(元)-Non IFRS	16.63	24.05	26.23	28.03
EBIT Margin	28.7%	35.3%	35.5%	36.5%
净资产收益率(ROE)	14.2%	19.4%	17.6%	16.1%
市盈率(PE)	22.4	16.1	14.2	12.9
EV/EBITDA	18.3	15.1	14.1	13.1
市净率(PB)	4.47	3.61	3.04	2.59

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	300842	458212	628784	营业收入	609015	660966	710764	753652
应收款项	131904	143156	153941	163230	营业成本	315906	307184	322031	337695
存货净额	456	474	492	511	销售费用	34211	37014	39092	41451
其他流动资产	3818	4144	4456	4725	管理费用	136220	148698	151238	156693
流动资产合计	518446	658564	837547	1028718	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	233146	252504	275102
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	26100	33930	21943
资产总计	1577246	1748240	1951224	2171776	利润总额	161324	245751	271590	282876
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	所得税费用	43276	51608	62466	59404
应付款项	137145	142575	148036	153805	少数股东损益	2832	2862	2138	2500
其他流动负债	173475	181520	188940	197635	归属于母公司净利润	115216	191282	206986	220972
流动负债合计	352157	348135	362695	381872	经调整归属净利润	157688	225147	245167	261356
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	现金流量表 (百万元)				
其他长期负债	58488	58488	58488	58488	2023	2024E	2025E	2026E	
长期负债合计	351408	351408	351408	351408	净利润	115216	191282	206986	220972
负债合计	703565	699543	714103	733280	资产减值准备	0	0	0	0
少数股东权益	65090	67952	70090	72590	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
股东权益	808591	980744	1167031	1365906	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
负债和股东权益总计	1577246	1748240	1951224	2171776	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	44492	1880	1764	4887
经调整EPS	16.63	24.26	26.42	28.17	其它	(7686)	2862	2138	2500
每股红利	2.40	2.06	2.23	2.38	经营活动现金流	221962	243952	269632	285860
每股净资产	85.27	105.69	125.77	147.20	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
ROIC	41%	59%	58%	58%	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROE	14%	20%	18%	16%	投资活动现金流	(125161)	(78805)	(93242)	(97904)
毛利率	48%	54%	55%	55%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	35%	36%	37%	负债净变化	(19417)	0	0	0
EBITDA Margin	39%	43%	42%	43%	支付股利、利息	(20656)	(19128)	(20699)	(22097)
收入增长	10%	9%	8%	6%	其它融资现金流	(2427)	(17497)	1679	4713
净利润增长率	-39%	66%	8%	7%	融资活动现金流	(82573)	(36625)	(19020)	(17384)
资产负债率	49%	44%	40%	37%	现金净变动	15581	128522	157370	170572
息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	货币资金的期初余额	156739	172320	300842	458212
P/E	25.4	18.0	16.0	14.6	货币资金的期末余额	172320	300842	458212	628784
P/B	4.6	3.7	3.1	2.7	企业自由现金流	276363	253161	278857	302301
EV/EBITDA	18.8	15.5	14.5	13.4	权益自由现金流	256472	237713	282828	309166

- **政策风险：**公司所处的游戏、支付、内容赛道，均与政策强相关，政策的收紧对于公司的业务开展具有较大的影响。
- **估值的风险：**我们采用分部估值的方法，计算得到公司合理股价为413-435港币，该估值建立在较多的假设前提上，可能会由于对公司游戏业务研发能力、广告业务的竞争格局、金融科技业务提费速率过于乐观的估计，导致公司股价被高估的风险。
- **经营的风险：**
 - 1) 宏观经济疲软的风险：公司广告、支付等业务为顺周期业务，若宏观经济疲软，将对经营情况产生负面影响。
 - 2) 视频号竞争的风险：广告行业竞争激烈的风险；电商基建搭建不及预期的风险；电商行业竞争激烈的风险。
- **盈利预测的风险：**
 - 1) 我们预测24-26年收入增速为9%/8%/7%，如果增值业务如游戏推广速度不及预期；金融科技收入端费率提升速度不及预期，可能会导致营收不及预期的风险。
 - 2) 我们预测24-26年公司毛利率为54%/55%/56%，如果高毛利的视频号广告、视频号电商佣金、小游戏分成、金融业务发展不及预期，可能会导致毛利率高估。
 - 3) 我们预测24-26年公司费率22%/22%/21%，如果竞争加剧，买量费用、研发费用加大，可能会导致费率低估。
- **投资减值的风险：**公司对外有大量的战略投资，且公开信息较少，该部分业务盈利状况难以预测，可能会导致公司的净利润不及预期。

免责声明



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

分析师承诺

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。

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、自营部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