

游戏行业景气度回升，业绩增长稳定性凸显

2024年11月08日

► **行业进入常态化监管，市场景气度明显回升。** 1) **政策端趋向稳定：**《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》明确将网络游戏作为提升文化娱乐消费质量的重要环节；版号供给显著改善，截至10月底，国家新闻出版署共计发出1072款国产游戏版号以及90款进口游戏版号，发放频率和发放数量均高于近年水平。受新品驱动，24Q3我国游戏市场实际销售收入创历史新高(917.7亿元)，同比增长8.9%。2) **优质内容议价权不断提升：**当前游戏行业联运及买量的分发模式较为成熟，以大厂为首的游戏厂商正在积极创新内容营销方式，进一步优化获客效率、延长游戏生命周期。渠道分成方面，国内安卓端渠道分成比例显著高于苹果及全球主流应用商店，上架新兴垂直渠道、引导至官服下载已经成为CP方运营宣发重点，《MDnF》成为首款不上线安卓官方应用商店的腾讯游戏。我们预计，未来随着用户群体对高质量精品游戏的需求不断增加，供需方的双向选择更加紧密，游戏厂商有望加速摆脱渠道束缚或降低渠道分成比例。3) **全球手游市场进入新一轮增长，出海赛道热度维持：**据Sensor Tower估算，2024年全球手游收入预计触底回升至830亿美元，增速明显快于PC、主机等其他细分市场，分品类看休闲游戏成为手游大盘的核心增长点。提升海外市场竞争力是当下众多国内游戏厂商的战略转型方向，不同量级玩家出海路径各有不同。

► **腾讯本土常青游戏表现向好，海外增长目标稳固。** 1) **本土常青游戏流水回升，《MDnF》大幅贡献增量收入：**从产品矩阵看，腾讯在国内游戏市场的绝对领先地位日益稳固，头部产品数量有所增加。《无畏契约》端游表现亮眼，旗舰游戏《王者荣耀》《和平精英》加快玩法更新，流水环比明显回升；《金铲铲之战》等老游戏仍具备上升潜力；新游《MDnF》有望大幅贡献24H2增量收入。**重点关注本土游戏储备：**《星之破晓》《宝可梦大集结》《航海王壮志雄心》《无畏契约：源能行动》《爆裂小队》等。2) **Level Infinite全球发行能力扩张，Supercell重现增长潜力：**腾讯通过投资及收购海外工作室推动全球化布局，近年国际业务品牌的建立加速出海进程。从Q3海外流水格局看，《PUBG M》热度回升，截至十月底《荒野乱斗》仍在58个国家及地区游戏畅销榜中位列前十名，考虑到海外收入确认周期较长，母公司腾讯有望持续从Supercell稳定的流水增长中受益。后续重点关注《刺客信条：代号Jade》《流放之路2》《沙丘：觉醒》《Exoborne》等游戏的上线时间。

► **投资建议：**我们预计2024/2025/2026年公司收入为6591/7154/7730亿元，Non-IFRS归母净利润分别为2146/2404/2600亿元，基于2024年11月7日收盘价，对应经调整PE分别为17X/15X/14X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 游戏行业政策收紧；2) 新游流水未达预期，老游用户流失；3) 直播带货大盘增速下滑；4) 广告主投放意愿放缓。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	659,129	715,405	772,993
(+/-)(%)	9.8	8.2	8.5	8.0
经调整净利润	157,688	214,578	240,358	259,984
(+/-)(%)	36	36	12	8
EPS(基于经调整净利润)	17.02	23.15	25.94	28.05
P/E(基于经调整净利润)	23	17	15	14
P/B	4.5	3.8	3.3	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年11月7日收盘价，汇率1HKD=0.92MB)

推荐

维持评级

当前价格：

428.40 港元



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

研究助理 周芷西

执业证书：S0100124080014

邮箱：zhouzhixi@mszq.com

相关研究

1. 腾讯控股 (00700.HK) 首次覆盖报告：深度系列 (一)：游戏业务进入复苏通道，视频号力争增量空间-2024/09/24

目录

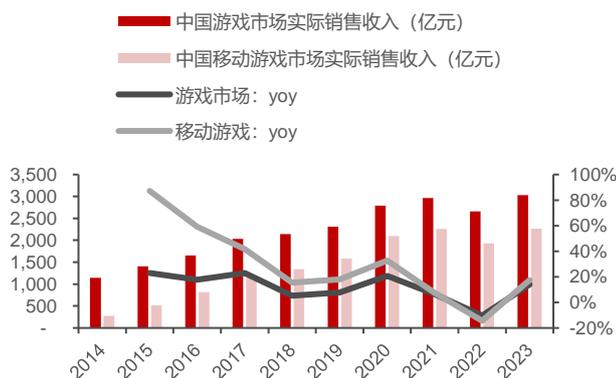
1 游戏行业：政策风险有所缓解，行业景气度明显回升	3
1.1 政策端：游戏版号发放数量和节奏趋于常态化	3
1.2 产业链：优质内容议价权不断提升	6
1.3 游戏出海看点：出海厂商主打赛道差异	10
2 公司游戏业务：本土常青游戏表现向好，海外增长目标稳固	13
2.1 本土：常青游戏流水回升，MDnF 大幅贡献增量	13
2.2 海外：Supercell 重现增长潜力，海外品牌全球发行能力扩张	22
3 盈利预测与投资建议	28
3.1 盈利预测假设与业务拆分	28
3.2 估值分析与投资建议	30
4 风险提示	32
插图目录	34
表格目录	34

1 游戏行业：政策风险有所缓解，行业景气度明显回升

1.1 政策端：游戏版号发放数量和节奏趋于常态化

2023 年我国游戏行业温和复苏，ARPU 值显著提升。根据游戏工委数据，版号发放进度重启带动市场供给回暖，2023 年我国游戏市场实际销售收入达到 3029.6 亿元，同比+13.9%；其中手游市场实际销售收入 2268.6 亿元，同比+17.5%。用户规模方面，2023 年我国共有 6.68 亿游戏用户和 6.57 亿手游用户，分别同比+0.6%/+0.4%；ARPU 值方面，2023 年我国游戏及移动游戏 ARPU 值分别为 453/345 元，同比大幅增长 13.3%/17.1%。从季度数据看，受新品驱动，近期游戏行业景气度明显回暖。2024Q3，我国游戏市场实际销售收入创历史新高（917.7 亿元，同比+8.9%），增量主要由《黑神话：悟空》带动的单机、主机以及其他移动端新游收入贡献。

图1：2014-2023 年中国游戏市场实际销售收入



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

图2：2022Q3-2024Q3 年中国游戏市场实际销售收入



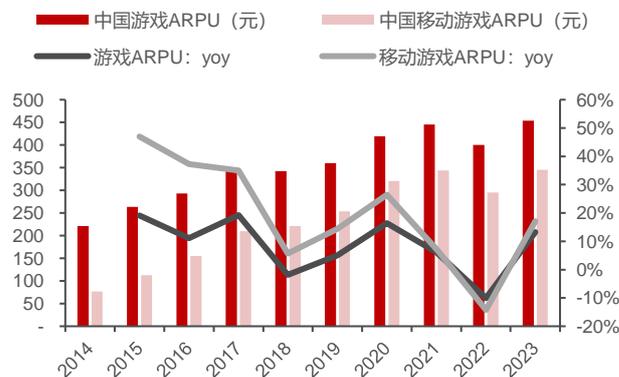
资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

图3：2014-2023 年中国游戏用户规模



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

图4：2014-2023 年中国游戏 ARPU 值



资料来源：游戏工委，伽马数据，民生证券研究院

《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》明确将网络游戏作为提升我国文化娱乐消费质量的重要环节，长期来看，网络游戏行业监管环境有望持续改善。

2023年12月国家新闻出版署曾发布《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》，该征求意见稿对网络游戏商业化提出一定限制：例如，要求不得在网络游戏中设置强制对战；不得设置每日登录、首次充值、连续充值等诱导性奖励；对用户非理性消费行为进行弹窗警示提醒等。目前看来，《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》并非最终定稿，其作用更多在于填补监管空白，2024年游戏版号发放节奏也未受到影响。今年8月初，《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》中首次提及“提升网络文学、网络表演、网络游戏、广播电视和网络视听质量”，该《意见》对网络游戏积极作用的肯定进一步提振了市场对于游戏行业长期健康发展的信心。

表1：游戏行业重要政策梳理

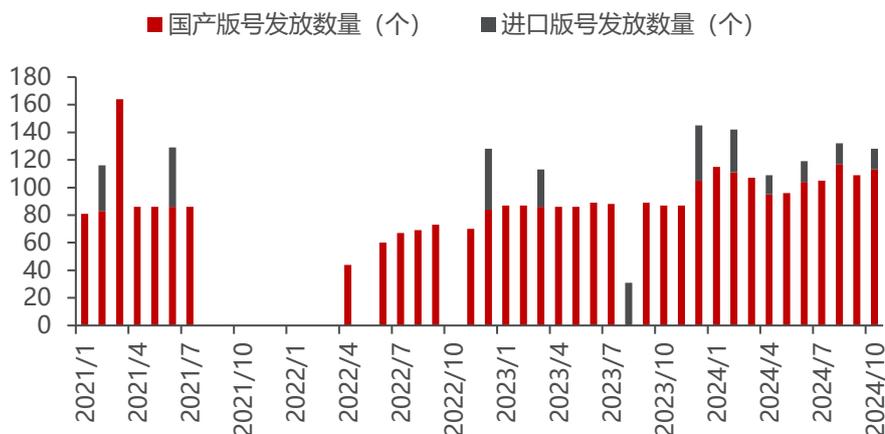
时间	发布部门	政策文件	具体内容
2024/8	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	提升网络文学、网络表演、网络游戏、广播电视和网络视听质量。
2023/12	国家新闻出版署	《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》	明确 网络游戏经营单位准入 等问题，设立“保障与奖励”专章。
2023/11	国家新闻出版署	《关于实施网络游戏精品出版工程的通知》	网络游戏精品推选方向包括 促进科技创新和新技术应用、具有国际市场潜力 。
2022/4	国家广播电视总局	《关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知》	严禁网络视听平台传播违规游戏；督促直播平台建立实行未成年人防沉迷机制，落实实名制要求， 禁止未成年人充值打赏并建立专门处置通道 。
2021/11	教育部等六部门	《关于进一步加强预防中小学生沉迷网络游戏管理工作的通知》	确保游戏内容健康干净；落实好防沉迷要求（参考《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》）；加强校内教育管理+家校协同发力。
2021/9	国家新闻出版署		防止未成年人沉迷网络游戏举报平台上线运行 ，受理包括实名认证违规举报、时段时长违规举报、充值付费违规举报等线索。
2021/8	国家新闻出版署	《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》	严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间（ 仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20-21时向未成年人提供1小时网络游戏服务 ）；严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。
2021/3	中宣部	《游戏审查评分细则》	使用全新游戏评审体系，从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度” 五个方面对游戏作品进行评分，评分直接影响能否获得版号 。
2021/3	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	扩大优质文化产品供给，积极发展对外文化贸易，开拓海外文化市场， 鼓励优秀传统文化产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去” ，加强国家文化出口基地建设。
2020/12	游戏工委组织协调，联合腾讯、网易等53家单位共同编制	《网络游戏适龄提示》	规定适龄提示标识符（绿色8+、蓝色12+、黄色16+） ；明确规定标识符的下载渠道、展现时长、尺寸比例和更新频率；明确适龄提示标识必须安放在游戏产品界面的显著位置。
2019/10	国家新闻出版署	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	实行网络游戏用户账号实名注册制度；严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长；规范向未成年人提供付费服务 （同一网络游戏企业所提供的游戏付费服务，未满8周岁不得付费；8周岁以上未满16周岁，单次充值金额不得超过50元，每月累计不得超过200元；16周岁以上未满18周岁，单次充值金额不得超过100元，每月累计不得超过400元）。
2019/7	文旅部	《文化和旅游部关于废止〈网络游戏管理暂行办法〉和〈旅游发展规划管理办法〉的决定》	

2018/3	原国家新闻出版广电总局	《游戏申报审批重要事项通知》	因机构改革暂停国内游戏版号审批工作。
2010/3	原文化部	《网络游戏管理暂行办法》	规定从事网络游戏经营活动应具备相应条件并取得《网络文化经营许可证》。

资料来源：国务院、国家新闻出版署、新华网、游资网、游戏工委、36氪等网站，民生证券研究院

受国家机构改革及行业政策影响游戏版号多次停发，2024 年国产及进口版号发放节奏趋向常态化。原文化部自 2009 年起担任网络游戏行业主管部门，并于 2010 年出台《网络游戏管理暂行办法》(已于 2019 年废止)。2018-2022 年间，我国游戏行业整体监管风格趋严，围绕防止未成年人沉迷、严格实名制等主线出台了多项政策文件。受此影响，游戏版号先后在 2018 年 4-11 月、2019 年 5 月、2021 年 8 月-2022 年 2 月、2022 年 5 月和 10 月、2023 年 8 月暂停发放。据统计，2021/2022/2023 年国产游戏版号发放数量分别为 672/467/977 款，进口游戏版号发放数量分别为 76/44/98 款。目前看来，2024 年 1-10 月版号顺利发出，且数量较 2023 年仍有所上升 (24M1-10 国产版号共发放 1072 款)。进口版号方面，截至 2024 年 10 月，进口游戏版号已发放 90 款，发放频率和发放数量均高于近年水平。

图5：2024 年国产版号发放进入平稳期，进口版号发放数量有所增加

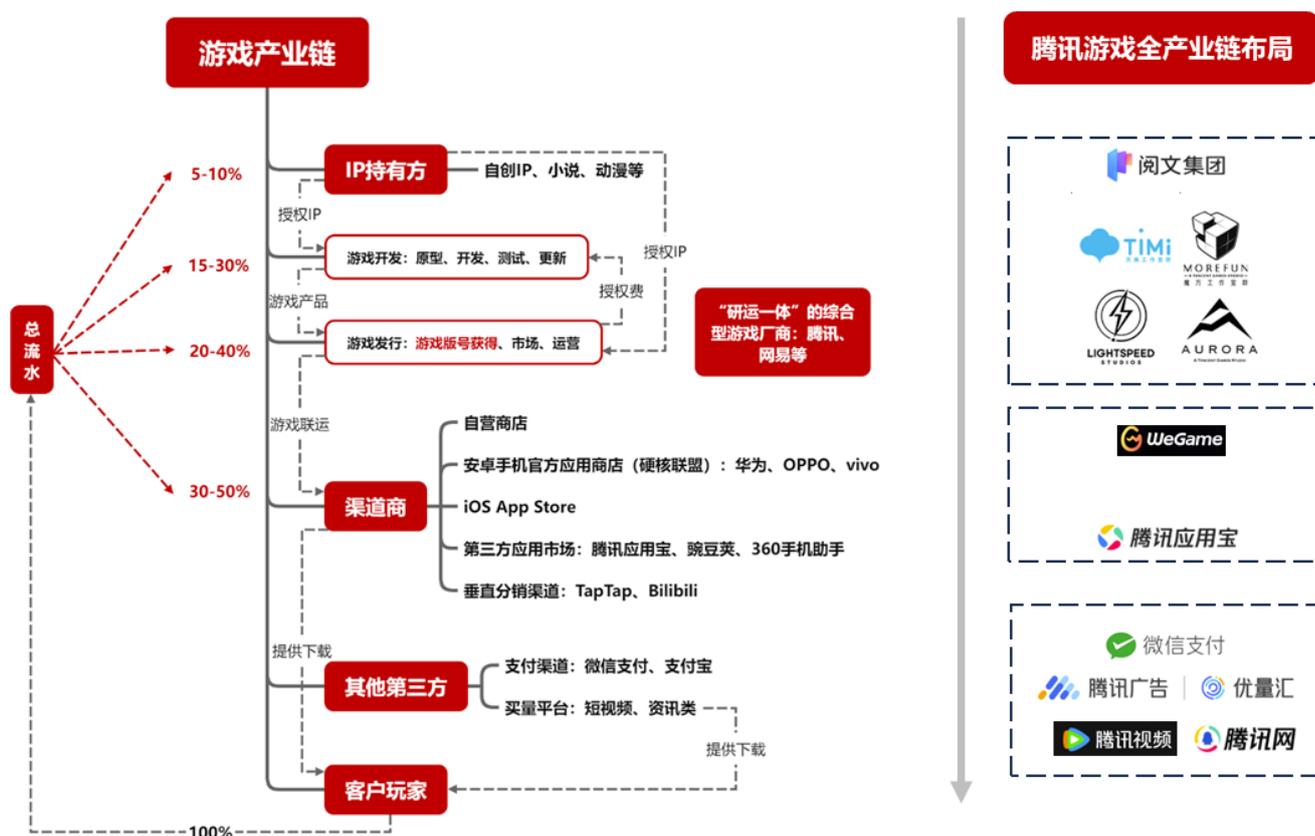


资料来源：国家新闻出版署，民生证券研究院

1.2 产业链：优质内容议价权不断提升

我国游戏产业链主要包括：IP 持有方（流水分成 5-10%）、游戏开发商（流水分成 15-30%）、发行商（流水分成 20-40%）、分销渠道（流水分成 30-50%）、广告平台和其他第三方平台等。综合型游戏厂商大多拥有公司专属的游戏开发团队，同时兼具游戏开发商、发行商的身份，例如腾讯、网易、三七互娱等。腾讯作为中国和世界范围内第一大游戏公司，业务布局横跨整个产业链，涉足游戏 IP、研发运营、渠道、支付、广告等全领域。

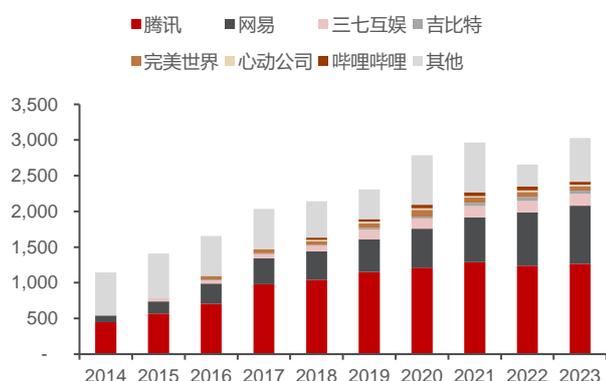
图6：国内游戏产业链以及腾讯全产业链布局



资料来源：Frost & Sullivan、QuestMobile，民生证券研究院

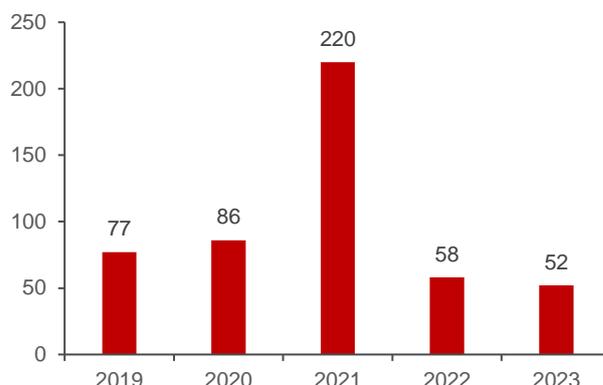
竞争格局方面，我国游戏行业头部效应加剧，市场投融资速度放缓。腾讯与网易在国内游戏市场的市占率相对稳定，头部效应带动资源持续向大厂集中，CR2 由 2014 年的 47% 显著提升至 2023 年的 69%。根据游戏陀螺数据，2021/2022/2023 年国内游戏市场投融资数量分别为 220/58/52 起，大厂普遍聚焦核心业务或向海外转型，中小游戏公司资本市场融资能力下降。

图7：2014-2023 年游戏行业竞争格局（亿元）



资料来源：游戏工委，伽马数据，公司公告，民生证券研究院

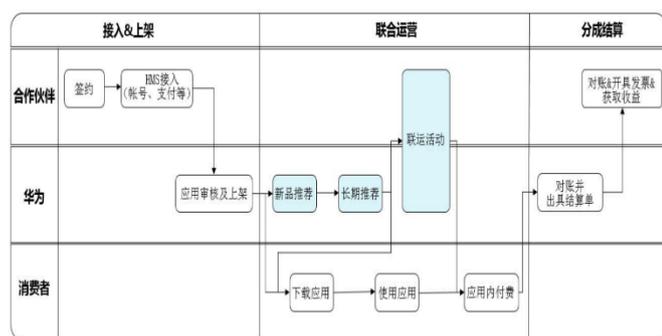
图8：2019-2023 年国内游戏行业投融资事件数量



资料来源：陀螺科技，民生证券研究院

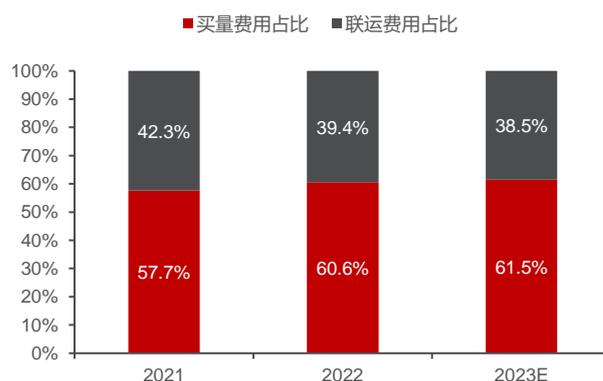
渠道方面，目前我国游戏产品的分发主要包括联运和买量两种模式：1) 联运，即游戏发行商与渠道方联合运营游戏产品并在后端进行流水分成的分发模式。联运模式有效利用了平台强大的分发能力，游戏厂商得以简化渠道相关工作，更专注于提供游戏内容服务。2) 买量，即游戏发行商在前端先行支付广告费用，通过媒介投放广告购买流量引导用户下载的分发模式。相比传统联运，游戏发行方可以通过买量控制发行节奏和具体宣发方式，自行筛选用户画像并进行精准投放，帮助新游在上线阶段迅速积累第一批玩家。3) 我国游戏买量市场已大幅超过联运市场。据 QuestMobile 估算，2022 年通过互联网媒介的买量费用占据游戏分发出支的 60.6%，预计 2023 年将提升至 61.5%（联运费占比则从 39.4%降至 38.5%）。

图9：华为应用商店联运服务流程示意图



资料来源：华为开发者，民生证券研究院

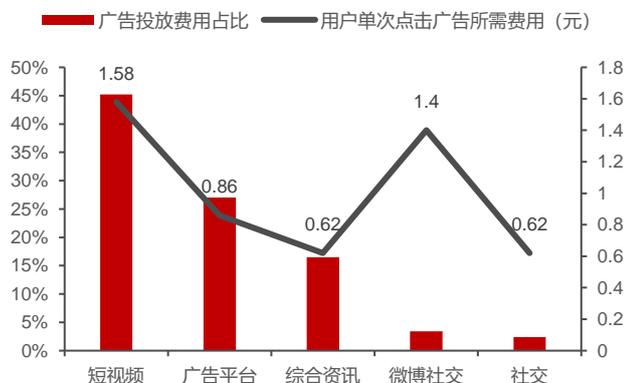
图10：买量费用占分发费用比重超过六成（截至 2023 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

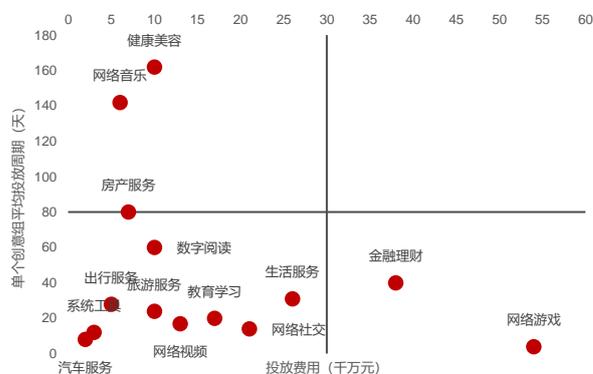
伴随着国内游戏市场流量红利消退，创新内容营销方式成为当务之急。QuestMobile 数据显示，与其他互联网行业相比，游戏行业素材投放周期较短，获取用户的平均成本更高，尤其对于中小发行商而言，买量性价比低且成本负担大。此外，买量市场出现了素材同质化、用户免疫程度逐渐提高等现象。在当下游戏行业精品化发展的共识下，大厂为首的游戏厂商正在积极创新内容营销方式，例如动漫营销、KOL 联动等，以期进一步优化获客效率、延长游戏生命周期。

图11: 手游在媒介展示类广告平台买量情况 (截至 2023 年 6 月)



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

图12: 手游买量素材投放周期短、费用高 (截至 2023 年 6 月)



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

渠道分成方面, 国内安卓端渠道分成比例显著高于苹果及全球主流应用商店。

1) 苹果生态下, 指定联运平台 App Store 按 3: 7 的标准比例和游戏发行商分成 (除欧盟外)。全球主流应用商店都采用类似的佣金比例, 并对包括年收入小于 100 万美元的小型厂商等提供一定的优惠政策。此外, 苹果生态屏蔽了所有外部安装包, 买量吸引的客户仍被引导至 App Store 下载游戏, 因此 CP 方仍需支付 30% 的渠道分成和广告费用。2) 国内安卓系统下, 硬核联盟 (华为应用商店、vivo 应用商店、OPPO 软件商店等)、第三方应用软件 (腾讯应用宝、360 手机助手、百度手机助手、豌豆荚等)、垂直渠道 (Bilibili 等) 将游戏内流水分成标准定为 5: 5, 并在此基础上根据 DAU 或流水等排名向 CP 方提供一定奖励 (少量游戏分成已调整为 3: 7)。安卓生态下, 游戏买量可以引导用户直接在游戏官网下载, 免去渠道分成。

图13: 全球主流应用商店标准佣金率一般定为 30% (截至 2024 年 9 月)

全球范围内应用商店佣金率	(%)
Apple App Store (标准版, 订阅时长小于12个月)	30
Apple App Store (标准版, 订阅时长大于12个月)	15
Apple App Store (欧盟, 订阅时长小于12个月)	17
Apple App Store (欧盟, 订阅时长大于12个月)	10
Apple App Store (标准版, 平台年收益小于100万美元)	15
Apple App Store (欧盟, 平台年收益小于100万美元)	10
Google Play (标准版)	30
Google Play (订阅)	15
Google Play (适用于小于100万美元的收入)	15
Amazon Appstore (标准版)	30
Amazon Appstore (平台年收益小于100万美元)	20
Samsung Galaxy Store (标准版)	30
Microsoft Store (标准版)	15
Microsoft Store (使用2021/8后移动游戏app)	12
Epic Games Store (安卓)	12

资料来源: Statista, 民生证券研究院

图14: 华为应用商店中游戏 APP 联运服务的标准分成比例高于其他 APP

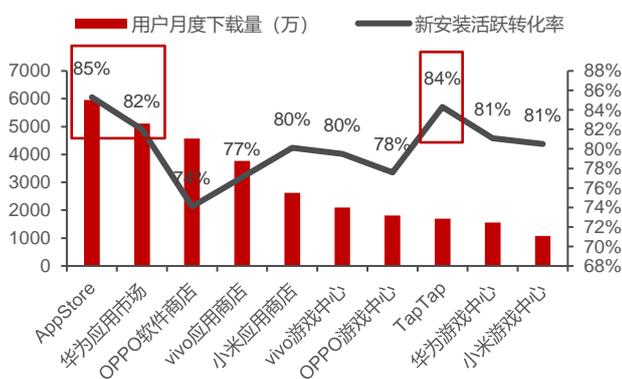
业务	应用类型	标准分成比例 (华为:开发者)
付费应用	教育	20%:80%
	游戏	30%:70%
	影音娱乐、实用工具、社交通讯、新闻阅读、拍摄美化、美食、出行导航、旅游住宿、购物比价、商务、儿童、金融理财、运动健康、便捷生活、汽车、主题个性	30%:70%
应用内购买的内容及服务或数字内容购买的内容及服务	教育	20%:80%
	游戏	50%:50%
	影音娱乐、实用工具、社交通讯、新闻阅读、拍摄美化、美食、出行导航、旅游住宿、购物比价、商务、儿童、金融理财、运动健康、便捷生活、汽车、主题个性	30%:70%

资料来源: 华为开发者, 民生证券研究院

游戏大厂与“硬核联盟”的“割席”预计将带动中国游戏产业链价值持续上移。

近年来，为避开“苹果税”、“安卓税”，上架新兴垂直渠道、引导至官服下载逐渐成为CP方运营宣发的重点。心动公司旗下TapTap平台作为近年兴起的垂直分销渠道，坚持“不联运、不和开发者分成”的理念，吸引了众多优质游戏在此上线。基于平台内大量UGC内容，TapTap形成了独特的创作和互动生态。根据QuestMobile数据，TapTap获客效率较高，平台新安装用户转化率为84%，仅次于苹果App Store（85%）。2019年起，米哈游、莉莉丝、鹰角网络、青瓷网络等公司旗下众多热度手游在发售时均未选择上线安卓官方应用商店，仅上架TapTap、苹果App Store、Google Play Store等非安卓渠道。

图15: TapTap 新安装用户转化率高于主流应用商店 (截至2023年6月)



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

图16: 2019年至今不上架安卓应用商店的部分手游

时间	公司	游戏产品
2019.5	鹰角网络	明日方舟
2020.9	莉莉丝	万国觉醒
2020.9	米哈游	原神
2020.1	青瓷网络	最强蜗牛
2023.4	米哈游	崩坏: 星穹铁道
2023.4	莉莉丝	战火勋章
2023.8	莉莉丝	小冰冰传奇怀旧服
2023.8	网易	全明星街球派对
2024.5	库洛科技	鸣潮
2024.5	心动公司	出发吧麦芬
2024.6	腾讯	地下城与勇士: 起源

资料来源: 民生证券研究院整理

手游《原神》凭借着优质内容和人气在发行过程中不断加强和传统渠道的议价能力。2020年9月《原神》发行时，米哈游曾高调拒绝上线安卓官方渠道，华为、小米、OPPO等平台也发文否认《原神》上线自家应用商店。随着《原神》后期热度下降，米哈游与小米达成7:3的分成协议，2021年2月小米应用商店上架渠道服版《原神》。2021年9月腾讯应用宝上架米哈游官服版《原神》，2022年8月《原神》入驻微信游戏圈。截至2024年2月，《原神》下载渠道中TapTap和小米分别占比15%和14.9%。

我们预计，未来随着用户群体对高质量精品游戏的需求不断增加，供需方的双向选择会更加紧密，游戏厂商有望加速摆脱渠道的束缚或降低渠道分成比例。腾讯方面，《地下城与勇士: 起源》成为首款不上线安卓官方应用商店的腾讯游戏。6月19日，《MDnF》运营团队发布公告称，因合约到期6月20日起该游戏将不再上架部分安卓平台的应用商店（华为、OPPO、vivo），使用相关安卓应用商店的玩家仍可以在游戏内完成更新；尚未下载游戏的安卓端玩家，官方推荐前往游戏官网进行下载。

图17: 《MDnF》从部分渠道服下架且不再提供更新

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:《地下城与勇士:起源》官网,民生证券研究院

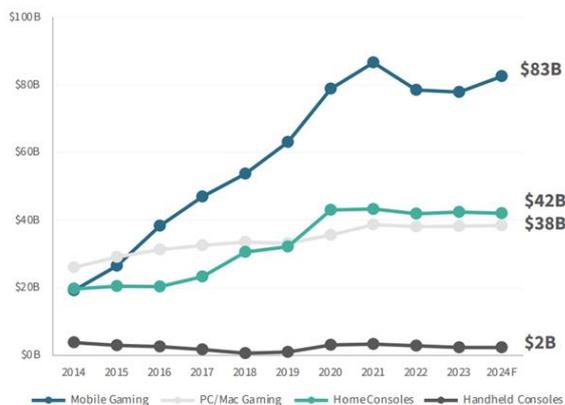
1.3 游戏出海看点: 出海厂商主打赛道差异

2018年前后“游戏出海”成为行业热门赛道。《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》中明确提到要“积极发展对外文化贸易,开拓海外文化市场,鼓励优秀传统文化产品和影视剧、游戏等数字文化产品‘走出去’。”2020年,上海创立全国首个聚焦游戏企业“出海”的政府扶持项目——“千帆计划”,旨在提升我国数字文化内容的全球竞争力。游戏作为文化载体和价值观传播工具,在我国文化出海方面扮演着重要角色。

全球游戏市场增速恢复,手游市场有望进入新一轮增长,我国自研游戏海外市场收入占比提升。据Sensor Tower估算,2023年全球手游收入为767亿美元,2024年全球手游收入预计触底回升至830亿美元,增速明显快于PC及主机等其他细分市场。分品类看,休闲游戏成为手游大盘的核心增长点,2023年《MONOPOLY GO!》《蛋仔派对》等新游带动混合休闲手游市场收入增长超30%。提升海外市场竞争力成为当下众多国内游戏厂商的战略转型方向,中国自研游戏海外收入占比从2014年的20.6%提升至2022年的34.4%。

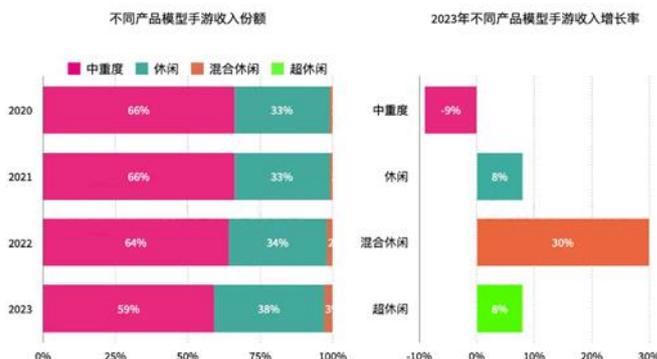
分地区看,我国出海游戏在欧美及韩国市场增长趋势较好。2023年中国游戏出海美国收入约为31亿美元,同比+0.7%,主要由腾讯的《使命召唤手游》、点点互动的《Whiteout Survival》等游戏贡献。2023年我国出海手游在欧洲市场和韩国市场的收入规模亦有所扩大,日本及东南亚市场份额有所降低。

图18：2024 年全球移动游戏市场增速预计快于其他游戏细分市场



资料来源：Sensor Tower, IDC, 民生证券研究院
注：本图仅统计应用商店 IAP 预估值，不包括广告收入

图19：休闲游戏成为全球手游增长亮点



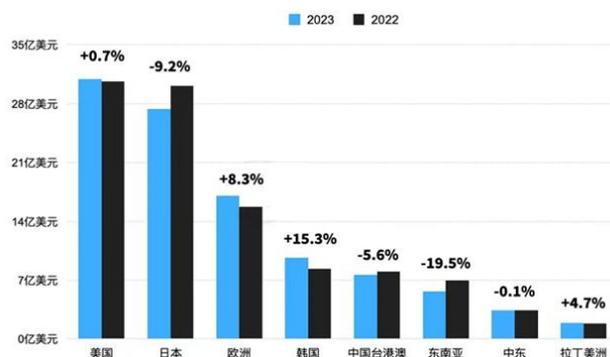
资料来源：Sensor Tower, 民生证券研究院
注：本图仅统计应用商店 IAP 预估值

图20：我国自研游戏海外市场收入占比突破 30%



资料来源：游戏工委, 伽马数据, 同花顺 iFinD, 民生证券研究院
注：海外市场收入由人民币汇率:年平均价:美元换算得到

图21：2022-2023 年 TOP30 出海手游各地区收入



资料来源：Sensor Tower, 民生证券研究院

基于自身特点，不同量级玩家出海路径有所不同：1) 老牌大厂维持核心产品的长线运营，例如腾讯的《PUBG M》、三七互娱的《Puzzles & Survival》、网易的《阴阳师》和《荒野行动》等。**2) 中型游戏厂商专注细分赛道**，例如深耕二次元赛道的米哈游，SLG 赛道的莉莉丝、女性向赛道的叠纸网络等。**3) 把握时机优势，抢占早期市场**，例如沐瞳科技率先出海的《无尽对决》抢先腾讯的《Arena of Valor》，成为东南亚最受欢迎的 MOBA 游戏。**4) 近两年轻量化的休闲小游戏开始兴起**，例如点点互动的冰雪末日题材策略手游《Whiteout Survival》今年 6 月-9 月长期位居国内手游出海收入榜榜首；4399 旗下海外发行平台 Joy Net 今年推出的冒险闯关手游《菇勇者传说》位居 1-7 月日本手游畅销榜第 6 名以及韩国手游畅销榜第 3 名。根据 Sensor Tower 统计，截至 2024 年 8 月 10 日，《菇勇者传说》全球收入累计超 4 亿美元，日、韩市场分别贡献 34%、33%。

表2：2020-2023 年国产手游出海收入前十名（含入榜新游）

排名	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
	游戏	公司	游戏	公司	游戏	公司	游戏	公司
1	PUBG MOBILE	腾讯	原神	米哈游	原神	米哈游	原神	米哈游
2	万国觉醒	莉莉丝	PUBG MOBILE	腾讯	PUBG MOBILE	腾讯	PUBG MOBILE	腾讯
3	荒野行动	网易	State of Survival	Funplus	State of Survival	Funplus	崩坏：星穹铁道	米哈游
4	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	万国觉醒	莉莉丝	Puzzles & Survival	三七互娱	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯
5	State of Survival	Funplus	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	万国觉醒	莉莉丝	Puzzles & Survival	三七互娱
6	黑道风云	友塔网络	王国纪元	IGG	使命召唤手游	动视暴雪 & 腾讯	万国觉醒	莉莉丝
7	剑与远征	莉莉丝	荒野行动	网易	口袋奇兵	江娱互动	Whiteout Survival	点点互动
8	王国纪元	IGG	口袋奇兵	江娱互动	王国纪元	IGG	Age of Origins	壳木游戏
9	原神	米哈游	Puzzles & Survival	三七互娱	Age of Origins	壳木游戏	口袋奇兵	江娱互动
10	无尽对决	沐瞳科技	黑道风云	友塔网络	Mobile Legends: Bang Bang	沐瞳科技	Mobile Legends: Bang Bang	沐瞳科技

资料来源：Sensor Tower，民生证券研究院

2 公司游戏业务：本土常青游戏表现向好，海外增长目标稳固

2.1 本土：常青游戏流水回升，MDnF 大幅贡献增量

腾讯游戏是全球规模最大的游戏研发和发行平台，目前已进入长期的体系化、精品化、全球化布局阶段。腾讯游戏旗下共有四个主要工作室群，产品布局侧重在 MOBA、FPS 射击、休闲等游戏品类，天美和光子的海外工作室主要负责 3A 精品游戏的开发：

1) **天美工作室群，总裁姚晓光**：下设 L1/L2 工作室（主研 MOBA，在研项目围绕王者 IP 展开）、J1 工作室（竞速）、J2 工作室（MMORPG）、J5 工作室（格斗）、J6 工作室（射击/Switch）、F1 工作室（在洛杉矶、西雅图、蒙特利尔、新加坡等地设有团队，主研主机 AAA 游戏）、Y1/Y2/Y3 工作室（原 J3 拆分，Y1 担任 FPS 品类中台，Y2 负责全球化 3A 射击项目）、T1 工作室（天天系列）、T2 工作室（SLG）、N1 工作室（功能性及创新游戏+影视化）、Z1 工作室（《元梦之星》）。天美工作室群的产品研发覆盖范围广，主要聚焦王者 IP、FPS 射击游戏的研发，此外在休闲、派对、剧情游戏品类中也有一定储备。

2) **光子工作室群，总裁陈宇**：下设负责 FPS 项目的量子工作室（《PUBG MOBILE》）/S 工作室（《和平精英》）/R 工作室（《黎明觉醒》）、逍遥游工作室（MOBA）、欢乐游戏工作室（棋牌）、天玑智趣工作室（策略、休闲）、BST 工作室（创新游戏）、Lightspeed LA 工作室（负责开放世界 3A 游戏研发）、洛杉矶 Uncapped Games 工作室（负责 RTS 端游研发）。光子工作室群在战术竞技、棋牌休闲品类中自主研发了多款精品游戏，此外在正版授权下代理开发了《英雄联盟手游》、《金铲铲之战》、《无畏契约》等大热手游。

3) **魔方工作室群，总裁张晗劲**：下设魔术师工作室（射击、动作格斗）、魔镜工作室（自研 IP 洛克王国及其他休闲游戏）、魔王工作室（策略、卡牌）。魔方工作室群主要负责火影 IP、洛克王国 IP、航海王 IP 及相关游戏的研发。

4) **北极光工作室群，总裁于海鹏**：下设 A1、A2 等工作室，主要负责 MMORPG 游戏的研发，代表作品有《天涯明月刀》、《光与夜之恋》等。

5) **除四大工作室群外，腾讯游戏于 2017 年成立了 NExT 工作室，负责独立游戏的开发**。成立初期 NExT 工作室推出了《死神来了》、《彩虹坠入》、《疑案追声》等高口碑精品游戏。但随着天美、光子开始介入独立游戏领域，加之 NExT 团队负责人沈黎、顾煜先后离职，NExT 工作室正在向海外市场的投资和游戏代理方向转型。

6) **此外，腾讯游戏还成立专门的游戏发行业务线**。K 线负责国内代理游戏的发行工作，例如 K1（穿越火线系列）、K6（地下城与勇士系列）、K6（英雄联盟系

列) 等。

表3：腾讯游戏各工作室主要自研游戏和发行代理游戏

	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	其他代理游戏
MOBA	《王者荣耀》				《英雄联盟端/手游》
	《穿越火线：枪战王者》	《和平精英》	《暗区突围》		《无畏契约》
	《使命召唤手游》	《高能英雄》	《王牌战士》		《穿越火线》
射击	《魂斗罗：归来》	《PUBG Mobile》			
	《合金弹头：觉醒》	《黎明觉醒：生机》			
	《逆战》	《全民突击》			
	《三角洲行动》				
	《斗破苍穹》	《自由幻想》		《天涯明月刀端/手游》	《塔瑞斯世界》
MMORG	《御龙在天端/手游》	《QQ 华夏端/手游》		《轩辕传奇》	《命运方舟》
				《雪鹰领主》	
竞速/体育	《QQ 飞车端/手游》	《最强 NBA》			
	《极品飞车：集结》	《最强美职篮》			
动作格斗		《末刀》	《火影忍者手游》		《地下城与勇士：起源》
			《一人之下》		
	《重返帝国》		《仙剑奇侠传手游》		《金铲铲之战》
策略	《乱世王者》		《火影忍者：忍者新世代》		《部落冲突》
			《妖精的尾巴：魔导少年》		《荒野乱斗》
					《红警 OL》
					《白荆回廊》
					《白夜极光》
二次元/卡牌	《圣斗士星矢》				
棋牌		《欢乐斗地主/麻将》			
		《天天象棋》			
		《腾讯围棋》			
		《腾讯桌球》			
休闲/经营/派对	《天天爱消除》	《节奏大师》	《洛克王国端/手游》		《冲呀！饼干人：王国》
	《天天酷跑》	《全民小镇》	《全民农场》		《卡通农场》
	《家国梦》	《全民飞机大战》			《妄想山海》
	《元梦之星》				《QQ 炫舞端/手游》
剧情	《隐形守护者》《见》	《末剑》《家的故事》		《光与夜之恋》	

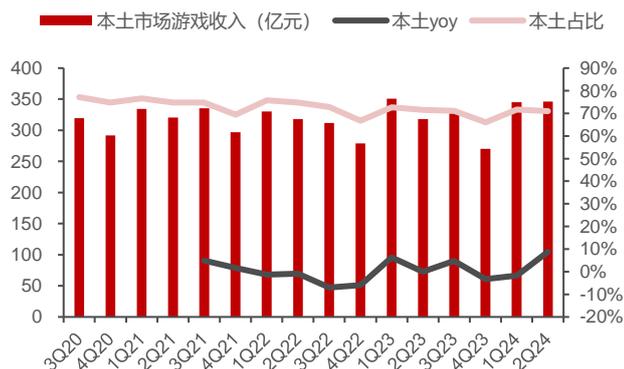
资料来源：腾讯游戏官网，各工作室官网，TapTap，民生证券研究院

在常青游戏和热门新游带动下，腾讯游戏本土市场收入预计企稳回升。2023年，随着版号平稳发放，腾讯本土游戏业务开始回暖，全年收入增至1267亿元，同比+2%，主要得益于2022年7月上线的手游《暗区突围》、2023年7月上线的端游《命运方舟》《无畏契约》三款新游带来的增量收入，以及《王者荣耀》《地下城与勇士》端游等常青游戏的收入贡献。从季度数据看，24Q2腾讯本土游戏收入346亿元，同比+9%，二季度流水增速高于收入增速。今年以来，《金铲铲之战》、《穿越火线手游》、《暗区突围》等游戏的流水于创下历史新高，国内市场总体呈现复苏趋势；旗舰游戏《王者荣耀》《和平精英》加快玩法更新，24Q2流水均

同比正增长;《火影忍者》手游表现出较强韧性,24M5月均DAU突破千万。

从产品矩阵看,腾讯在国内游戏市场的绝对领先地位日益稳固,头部产品数量有所增加。腾讯在2023年年报中披露,公司将“热门游戏”定义为年流水超过40亿元,且季度平均DAU超过500万的手游或超过200万的PC端游戏,2023年公司在本土市场发行的“热门游戏”数量从2022年的6款增加至8款。

图22: 腾讯游戏本土市场收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 截至2023年年底腾讯“热门游戏”分类



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1) 端游方面: 腾讯“三巨头”在端游领域仍具有统治力,《无畏契约》成为拳头游戏的第二大IP品牌。

2005-2008年间腾讯先后获得了早期端游“三巨头”——《穿越火线》(Neowiz 研发)、《地下城与勇士》(Neople 研发)、《英雄联盟》(Riot Games 研发)的中国地区代理权。2009年,以PC端游为主的网游业务成为腾讯的“现金牛”业务(营收占比43%),腾讯也成为了中国收入最高的游戏公司。随着后续“端转手”的游戏业务重心切换,端游占公司游戏收入的比重由2018年的48.7%降至2022年的27.5%。目前看来,《英雄联盟》《穿越火线》《地下城与勇士》在端游玩家中仍极具影响力。根据顺网星研社数据,2024年7-8月网吧游戏热力值排名前10中腾讯端游占据8款。此外,今年9月底双端上线的《三角洲行动》也进入了榜单前十名。

表4：网吧游戏热力值（当月网游被启动的次数总和）排名

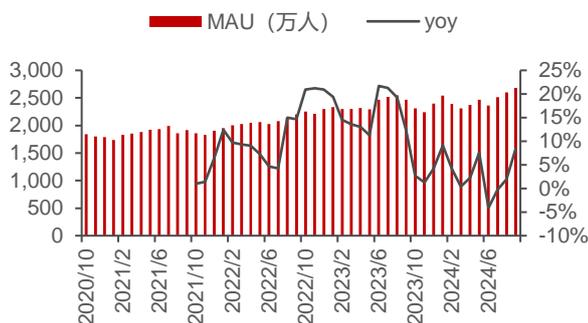
排名	2023/7	2023/10	2024/1	2024/4	2024/7	2024/8	2024/9
1	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟	英雄联盟
2	穿越火线	穿越火线	穿越火线	穿越火线	穿越火线	穿越火线	穿越火线
3	地下城与勇士	地下城与勇士	永劫无间	永劫无间	永劫无间	永劫无间	无畏契约
4	永劫无间	永劫无间	地下城与勇士	无畏契约	无畏契约	无畏契约	永劫无间
5	无畏契约	无畏契约	无畏契约	地下城与勇士	地下城与勇士	地下城与勇士	地下城与勇士
6	逆战	QQ飞车	QQ飞车	逆战	逆战	逆战	逆战
7	QQ飞车	逆战	逆战	QQ飞车	QQ飞车	QQ飞车	QQ飞车
8	NBA2KOL2	NBA2KOL2	NBA2KOL2	NBA2KOL2	NBA2KOL2	NBA2KOL2	CFHD 高清竞技大区
9	CSGO	原神	CSGO	CSGO	CFHD 高清竞技大区	CFHD 高清竞技大区	NBA2KOL2
10	CFHD 高清竞技大区	CFHD 高清竞技大区	CFHD 高清竞技大区	CFHD 高清竞技大区	CSGO	CSGO	三角洲行动
11	原神	命运方舟	原神	原神	绝区零	魔兽世界	CSGO
12	命运方舟	梦幻西游	梦幻西游	梦幻西游	生死狙击 2	原神	魔兽世界
13	梦幻西游	梦三国 2	QQ 炫舞	Dota2	原神	梦幻西游	原神
14	QQ 炫舞	Dota2	梦三国 2	QQ 炫舞	魔兽世界怀旧服	梦三国 2	魔兽世界怀旧服
15	梦三国 2	QQ 炫舞	Dota2	梦三国 2	梦幻西游	QQ 炫舞	梦幻西游
16	Dota2	CSGO	命运方舟	崩坏星穹铁道	鸣潮	Dota2	梦三国 2
17	崩坏星穹铁道	崩坏星穹铁道	生死狙击 2	命运方舟	QQ 炫舞	生死狙击 2	Dota2
18	生死狙击 2	生死狙击 2	FC Online	生死狙击 2	梦三国 2	鸣潮	QQ 炫舞
19	FIFA Online4	FC Online	NBA2KOL	FC Online	Dota2	坦克世界	炉石传说
20	NBA2KOL	坦克世界	崩坏星穹铁道	NBA2KOL	英勇之地	绝区零	坦克世界

资料来源：顺网科技，民生证券研究院

注：腾讯的三款新游均已标红，其中《无畏契约》国服上线时间为 2023 年 7 月 12 日，《命运方舟》国服上线时间为 2023 年 7 月 20 日，《三角洲行动》上线时间未 2024 年 9 月 26 日。

Riot Games 旗下《无畏契约 (Valorant)》凭借着创新的游戏机制和高质量的内容更新，成为新一代全球 FPS 游戏代表作。《无畏契约》国服自 2023 年 7 月开服以来，热度持续上升，今年 7 月腾讯方面宣布，国服单日最高同时在线人数稳定突破 100 万。除此之外，全球范围内的电竞赛事和直播推广持续吸引新老玩家的关注和加入。随着国服的推出，CN 赛区正式并入《无畏契约》电竞全球赛事体系。2025 年无畏契约冠军巡回赛 (VCT) 将通过合理延长赛季、增加赛事承办地等方式继续扩大该 IP 的全球影响力。

图24: 《Valorant》月活跃玩家数量 (不含国服)



资料来源: ActivePlayer.io, 民生证券研究院

图25: 2025 年无畏契约冠军巡回赛 (VCT) 赛季安排



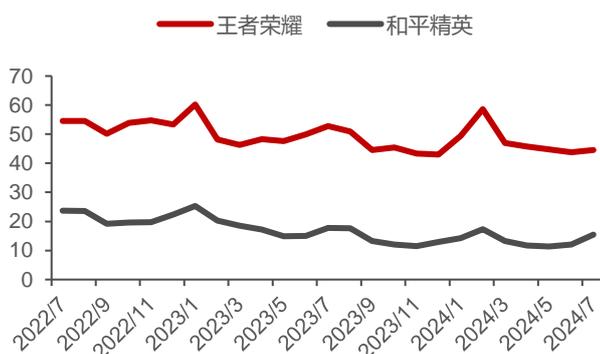
资料来源: 央视网, 民生证券研究院

2) 核心旗舰手游:《王者荣耀》《和平精英》凭借赛道先发优势和强势的运营能力, 长期位居国内手游市场流水排行前列。

腾讯以《王者荣耀》《和平精英》等大 DAU 手游为核心, 顺利完成了“端转手”的平台切换, 构建了“社交+游戏”的泛娱乐生态体系。2015 年由成都天美 L1 工作室 (原卧龙工作室) 研发的 MOBA 游戏《王者荣耀》正式上线, 上线一年该游戏 DAU 超过 5000 万, 迅速成为现象级“国民手游”。2017 年韩国蓝洞工作室 (Bluehole) 研发的“吃鸡”端游《PUBG》在全球爆红, 腾讯以 6117 万美元入股蓝洞, 获得 5% 的股份和中国地区独家代理运营权。2018 年由光子工作室群研发的手游《绝地求生: 刺激战场》开放公测 (后改名为《和平精英》于 2019 年正式上线)。《王者荣耀》《和平精英》作为腾讯最成功的常青游戏, 极大地改变了我国手机用户的行为和心智, 手机游戏逐渐发展为人群中最重要 的社交媒介之一。

两款旗舰游戏表现出较高的用户粘性。根据 QuestMobile 数据,《王者荣耀》DAU 稳定在 4,000 万以上,《和平精英》DAU 稳定在 1,000 万以上。受益于不断强化的社交属性, 外加赛事和直播等多种途径的持续引流, 两款旗舰游戏的用户人均使用时长仍有上升空间。

图26: 两款核心旗舰游戏 DAU 趋势 (百万人)



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

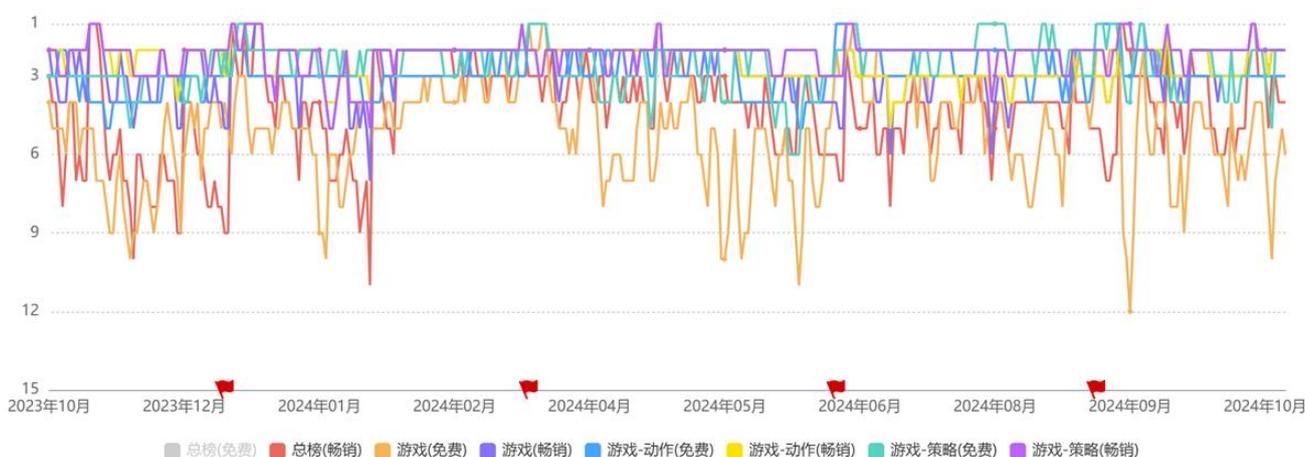
图27: 两款核心旗舰游戏人均单日使用时长趋势 (分钟)



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

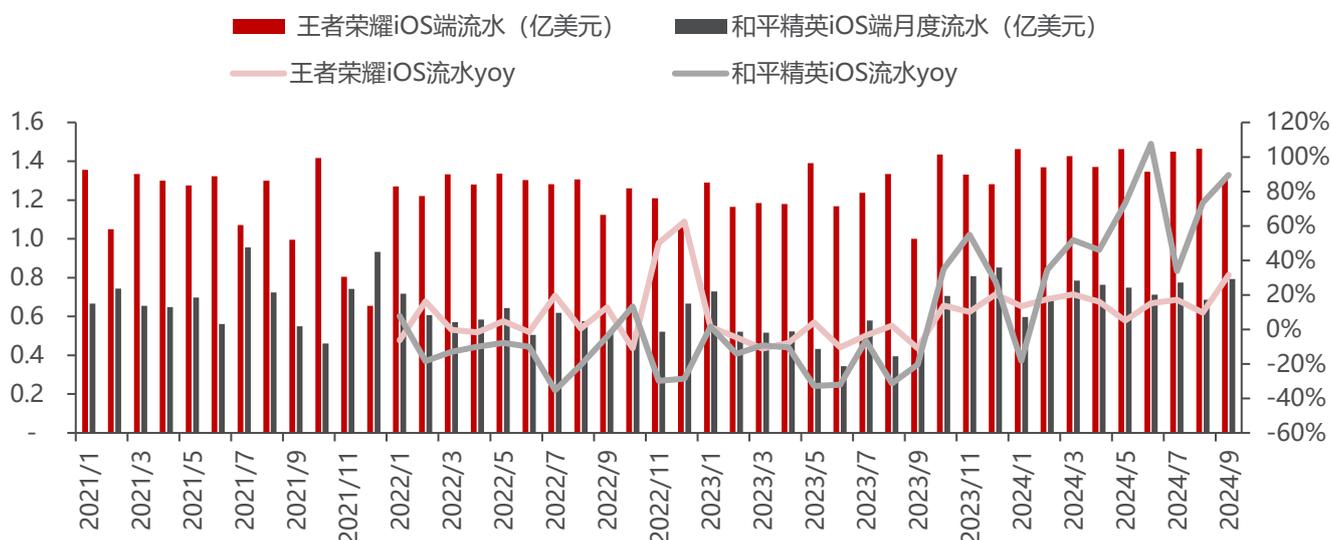
2024年《王者荣耀》《和平精英》加快游戏玩法的更新迭代。《王者荣耀》于今年6月底开启“元流之子”S36新赛季并推出3D社交广场“稷下学院”的全新游戏设定。7月18日《王者荣耀》上线10V10全新玩法。据Sensor Tower估算，今年7、8月《王者荣耀》收入分别环比+26%/+41%。《和平精英》的商业化路径偏向于盘活存量玩家和游戏生态——据“游戏观察”统计，仅24Q3该游戏共推出10处玩法的更新与变动。6月18日，《和平精英》更新版本加入了“掠夺撤离”热门玩法，推出“地铁逃生”模式，并将“保证零氪”、“承诺永久不进行数值售卖”作为宣传亮点，以吸引《PUBG》用户回流和新玩家加入。9月3日，《和平精英》继续推出“战场进化”秋季版本更新，具体变动包括升级沙漠地图，首次开放“极清”画质档位等。

图28：《和平精英》新版本上线受到玩家追捧



资料来源：七麦数据，民生证券研究院

图29：2024年《王者荣耀》和《和平精英》流水均有所回升

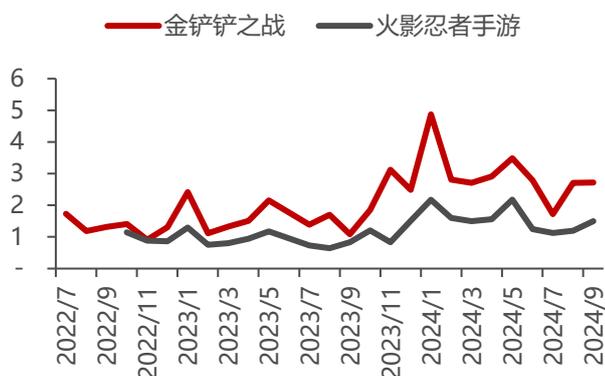


资料来源：点点数据，民生证券研究院

3) 已发行一段时间仍处于上升期的潜力游戏:《金铲铲之战》(2021年11月公测)、《火影忍者手游》(2016年5月公测)、《暗区突围》(2022年7月公测)。

《金铲铲之战》将“自走棋”偏轻量的游戏形式和英雄联盟大IP结合,制作团队将游戏定位于“深度策略博弈”赛道,策略和益智的游戏属性提升了用户留存率,也吸引了部分MOBA游戏玩家。2023年4月该游戏DAU超过1000万,6月DAU增长至超1500万,《金铲铲之战》在相对小众的赛道里实现了厚积薄发。此外,制作方每个赛季都对游戏中的“弈子”和“羁绊”做出大量更新,玩法的优化和迭代拉长了游戏的生命周期。根据点点数据估算,2024Q3,《金铲铲之战》、《火影忍者手游》、《暗区突围》iOS端收入分别同比增长71.4%/73.0%/35.6%。

图30:《金铲铲之战》、《火影忍者手游》iOS月度流水(千万美元)



资料来源:点点数据,民生证券研究院

图31:《暗区突围》iOS月度流水(百万美元)



资料来源:点点数据,民生证券研究院

4) 流水排名靠前且相对稳定的老游:《英雄联盟手游》、《穿越火线:枪战王者》

《QQ飞车》等手游的持续成功凸显出腾讯在经典IP“端转手”和大DAU游戏运营方面的显著能力。根据点点数据估算,2024Q3,《英雄联盟手游》、《穿越火线:枪战王者》iOS端收入分别同比增长7.9%/39.6%。

图32:《英雄联盟手游》iOS月度流水(千万美元)



资料来源:点点数据,民生证券研究院

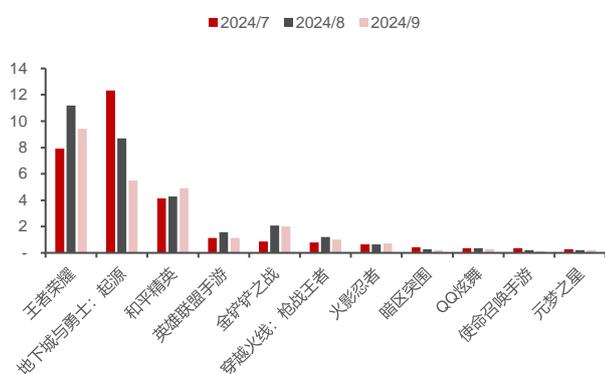
图33:《穿越火线:枪战王者》iOS月度流水(千万美元)



资料来源:点点数据,民生证券研究院

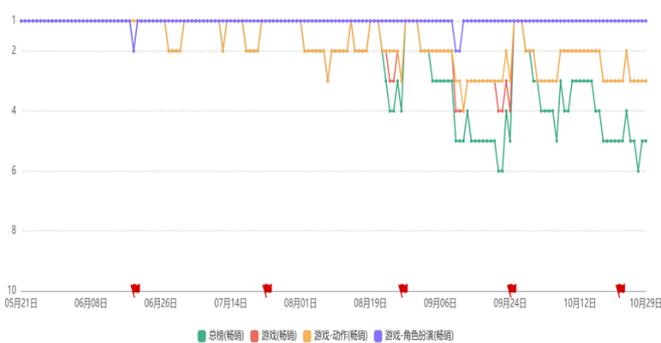
5) 重磅新游：《地下城与勇士：起源》改变腾讯手游格局，预计大幅贡献增量收入。腾讯代理的横板格斗端游《地下城与勇士》于 2008 年国内公测后迅速跻身腾讯游戏的“四大名著”，上线十六年来“DNF” IP 已经涉及动画、音乐、漫画等众多领域，积累了大批具有经济实力的资深玩家。DNF 手游上线过程充满波折——2016 年开启内测后 2020 年宣布即将公测，但直到 2024 年 2 月版号下发才确定于今年二季度上线。凭借 IP 自带的玩家情怀和成熟的游戏文化，《地下城与勇士：起源》于 5 月 21 日上线至今仍位居 iOS 游戏畅销榜前三名。考虑到该游戏已下架部分安卓官方应用商店，国服下载量在安卓端所占比例有望大幅提升，对 24H2 本土游戏收入形成有利催化。

图34：2024Q3 腾讯本土手游 iOS 流水格局（亿元）



资料来源：Sensor Tower，民生证券研究院

图35：DNF 手游上线后长期位居游戏畅销榜前三



资料来源：七麦数据，民生证券研究院

新游储备方面，Pipeline 中大部分已取得版号，后续重点关注：1) 天美工作室在研的三款王者荣耀 IP 游戏。其中，动作格斗手游《星之破晓》已于今年 7 月开启不删档测试，App Store 显示该游戏将于 2025 年 1 月 29 日正式上线。另外两款“王者”游戏储备——《王者万象棋》（自走棋）和《王者荣耀世界》（开放世界）目前均未开放公测。**2) 经典大 IP 改编手游《宝可梦大集结》《航海王壮志雄心》的年内上线时间。**《宝可梦大集结》是天美工作室群和任天堂合作开发的首款宝可梦系列 MOBA 游戏，截至 11 月 6 日，该游戏在 TapTap 上共有 114 万玩家预约，位居安卓预约榜首。此外，App Store 显示魔方工作室和万代南梦宫联合研发的 3D 格斗手游《航海王壮志雄心》有望于今年 12 月 19 日推出。**3) 热门代理手游的开发进度。**《无畏契约：源能行动》仍然延续《无畏契约》端游 5V5 攻防转换爆破模式，并对奖励机制做出一定调整，目前手游版本已经于今年 9 月开启新一轮“阿尔法”限号测试。此外，Supercell 研发的《爆裂小队》以及 Shift Up 研发的《胜利女神：新的希望》两款海外大热手游均于 10 月底取得进口游戏版号，引发国内玩家的关注和期待。

表5：腾讯 2024 年国内上线重点新游及发行 pipeline

游戏名称	平台	目前进度	类型	自研/代理 (开发商)	取得版号时间
地下城与勇士：起源	手游	2024/5/21 上线	动作格斗/RPG	代理 (Neople)	2024/2/1, 进口
塔瑞斯世界	手游、PC/主机	2024/6/12 上线	MMORPG	代理 (乐动卓越)	2023/12/25, 国产
极品飞车：集结	手游	2024/7/11 上线	开放世界/竞速	自研 (天美工作室)	2024/1/25, 进口
世界启元	手游	2024/7/16 上线	SLG	自研 (北极光工作室)	2023/12/25, 国产
三角洲行动	手游、PC/主机	2024/9/26 上线	FPS/动作	自研 (天美琳琅团队)	2023/7/24, 国产
大航海时代：海上霸主	手游	2023/9 公测	策略	代理 (天戏互娱, 光荣特库摩授权)	2022/12/10, 进口
宝可梦大集结	手游、Switch	定档 2024/11/7 上线	策略/MOBA	自研 (天美工作室)	2022/12/10, 进口
王者万象棋	手游	内测	策略/自走棋	自研 (天美工作室)	2023/2/10, 国产
卡拉彼丘	手游	2024/2 开启移动端公测	射击/二次元	代理 (Day1 工作室)	2023/3/22, 国产
星之破晓	手游	2024/7 不删档测试	动作格斗	自研 (天美工作室)	2023/6/20, 国产
航海王壮志雄心	手游	2024/9/26 安卓逐梦终测	RPG/格斗	自研 (魔方工作室)	2023/8/25, 进口
魔法门之英雄无敌：领主争霸	手游	2024/3/7 安卓终极测试	战争/SLG	代理 (育碧授权)	2023/9/22, 国产
三国志异闻录	手游	预计 2024Q4 全平台上线	回合制 RPG	代理	2023/10/25, 国产
全境封锁：曙光	手游	内测	FPS	代理 (育碧)	2023/11/30, 进口
剑灵 2	手游、PC/主机	2024/10/30 安卓压轴测试	MMORPG/动作	代理 (NCSoft)	2023/12/21, 进口
逆战：未来	手游、PC/主机	2024/9/6 安卓小规模保密首测	FPS	自研 (天美工作室)	2023/12/25, 国产
热血美职篮	手游	2024/6 开启公测招募	竞技	自研 (光子工作室)	2024/1/25, 国产
龙息：神寂	手游、PC/主机	2024/10/15 安卓限量删档测试	开放世界/RPG	自研 (银之心工作室)	2024/1/25, 国产
饥困荒野	手游	2023/12 删档计费测试	生存	代理 (Klei)	2024/1/25, 进口
星之卡比 新星同盟	任天堂 Switch	未定	动作	代理 (HAL 研究所)	2024/2/1, 进口
太鼓之达人	任天堂 Switch	未定	音游	代理 (南梦宫)	2024/2/1, 进口
洛克人 11	PC/主机	未定	动作	代理 (Capcom)	2024/4/7, 进口
王牌战士 2	手游	2024/7/6 开启首轮公测	FPS	自研 (魔方工作室)	2024/5/19, 国产
战魔机甲	任天堂 Switch	未定	射击	代理 (Marvelous)	2024/6/5, 进口
黑色沙漠	PC/主机	2024/7/23 国服先锋测试	冒险/RPG	代理 (PearlAbyss)	2024/6/5, 进口
无畏契约：源能行动	手游	2023/9 内测	射击	代理 (拳头游戏)	2024/6/5, 进口
洛克王国：世界	手游、PC/主机	2024/8/13iOS 限量删档首测	养成/休闲	自研 (魔镜工作室)	2024/6/24, 国产
彩虹六号	手游、PC	未定	FPS	代理 (育碧)	2024/8/1, 进口
最终幻想 14：水晶世界	手游	未定	MMORPG	代理 (Square Enix)	2024/8/1, 进口
异人之下	手游、PC/主机	未定	3D/动作	自研 (魔方工作室)	2024/8/30, 国产
狩	手游	未定		自研	2024/9/27, 国产
龙石战争	手游	2024/5/31 安卓限量删档测试	SLG	自研 (腾讯凯博)	2024/10/25, 国产
胜利女神：新的希望	移动、客户端	未定	二次元/放置/射击	代理 (Shift Up)	2024/10/25, 进口
天堂 2：盟约	移动、客户端	未定	MMO	代理 (NCSoft)	2024/10/25, 进口
爆裂小队	手游	2024/5/29 海外上线, 9/27 国服 安卓限量删档测试	休闲/动作	代理 (Supercell)	2024/10/25, 进口
王者荣耀世界	手游	封测	开放世界/RPG	自研 (天美工作室)	未取得版号
彩虹六号：围攻	PC/主机	未定	FPS	代理 (育碧)	未取得版号
硅基宇宙	手游、PC/主机	未定	沙盒/开放宇宙	代理 (北京像素软件)	未取得版号
堡垒之夜	手游	国外上线, 国内未定	沙盒/生存	代理 (Supercell)	未取得版号

资料来源：国家新闻出版署，TapTap，腾讯游戏发布会，民生证券研究院

2.2 海外: Supercell 重现增长潜力, 海外品牌全球发行能力扩张

腾讯通过投资及收购海外工作室推动全球化布局, 国际业务品牌的建立加速出海进程。腾讯游戏与海外 CP 方的合作主要经历以下几个阶段:

1) 引进来: 为了稳固本土市场份额, 投资海外工作室获得热门 IP 改编权。例如, 通过对美国拳头游戏 (Riot Games) 的投资及收购, 腾讯获得《英雄联盟》在中国大陆的代理权, 目前英雄联盟 IP 已全面植入包括赛事、手游、手办、动画等腾讯泛娱乐体系并持续创造收益。2017 年, 网易开发的“吃鸡”游戏《荒野行动》崛起, 腾讯通过战投韩国 Krafton 公司获得《绝地求生》的手游开发权, 正版授权的《绝地求生: 刺激战场》上线后长期占据战术竞技游戏品类榜首。

2) 走出去: 将国内具有统治地位的自研产品推向海外, 同时加快海外并购和 IP 储备。2016 年《Arena of Valor》作为腾讯首批自研出海的游戏, 在中国台湾、泰国、越南等地受到关注。2018 年《PUBG MOBILE》的上线加速了腾讯游戏的全球化步伐, 负责海外发行的 IEG Global 团队迅速壮大。此外, 2016-2021 年间腾讯先后收购了 Supercell、Klei、yager、Crytek、Sumo Group、Sybo 等多家海外知名游戏厂商, 合作游戏种类涵盖独立游戏、3A 精品游戏等, 储备 IP 覆盖休闲、动作、生存、恐怖、竞速等多个类别。腾讯对外投资风格相对开放包容, 大多数情况下不会干涉被投公司的经营和发展。近年来腾讯与育碧、Shift Up 等更多厂商建立深度合作关系, 获得了《刺客信条: 代号 JADE》、《胜利女神: 妮姬》等游戏的全球发行权。

3) 建立海外品牌, 推动全球研运整合。2021 年底腾讯推出海外品牌 Level Infinite, 除了负责海外发行工作外, 腾讯将丰富的大 DAU 产品运营经验、经典 IP “端转手” 经验以及 GaaS 优势赋能全球合作伙伴, 为合作 CP 方提供强大的中台服务。目前, Level Infinite 在 FPS、开放世界、MOBA 等多个品类下面向全球推出了《PUBG Mobile》、《妮姬》、《幻塔国际版》《HoK》等近四十款作品。

表6：腾讯游戏行业海外投资情况

公司	公司所在地	投资时间	投资轮次	投资金融	代表游戏
Remedy Entertainment	芬兰	2024.04	战略投资	数千万美元	《马克思·佩恩》
		2021.05	战略投资	数千万美元	
Gardens	美国	2023.07	A 轮	3130 万美元	沙盒游戏
Quell	英国	2023.02	A 轮	1000 万美元	健身游戏
		2020.12	种子轮	300 万美元	
Shift Up	韩国	2022.12	战略投资	数百万美元	《命运之子》《胜利女神：NIKEE》
Gruby Entertainment	波兰	2022.10	战略投资	数百万美元	《死亡链接》
Triternion	欧洲	2022.09	战略投资	数百万美元	《Mordhau》
Guillemot Brothers	法国	2022.09	战略投资	3 亿欧元	育碧控股股东，《刺客信条》《波斯王子》
From Software	日本	2022.09	战略投资	364 亿日元	《艾尔登法环》
Sybo	丹麦	2022.06	收购	未透露	《地铁跑酷 (Subway Surfers) 》
Tequila Works	西班牙	2022.03	战略投资	数百万美元	《Deadlight》《努努之歌：英雄联盟外传》
1C Entertainment	波兰	2022.02	收购	数千万美元	《国王的恩赐》《战争之人》《先祖遗产》
Inflexion Games	加拿大	2022.02	收购	数百万美元	《夜莺》
Blobber Team	波兰	2021.10	收购	1.26 亿人民币	《观察者》《层层恐惧》《灵媒》
Sumo Group	英国	2021.07	收购	12.7 亿美元	《杀手 2》《龙与地下城》《古墓丽影》
		2019.11	IPO 上市后	2310 万英镑	
Crytek	美国	2021.07	收购	23 亿人民币	《孤岛危机》
yager	德国	2021.06	收购	未透露	《特殊行动：一线生机》
		2020.02	战略投资	未透露	
Dontnod Entertainment	法国	2021.01	战略投资	3000 万欧元	《勿忘我》
Mundfish	俄罗斯	2021.01	种子轮	未透露	《原子之心》
Klei Entertainment	加拿大	2021.01	收购	数亿美元	《饥荒》《缺氧》
Lockwood Publishing	英国	2020.11	A 轮	2500 万美元	《Avakin Life》
10 Chambers Collective	瑞典	2020.10	战略投资	未透露	《GTFO》《Payday: The Heist》
Voodoo	法国	2020.08	战略投资	未透露	《Paper.io》《Helix Jump》《Baseball Boy!》
Bohemia Interactive	捷克	2020.06	战略投资	2.6 亿美元	《武装突袭》《艾兰岛》
Marvelous	日本	2020.05	战略投资	未透露	《牧场物语》《闪乱神乐》
Roblox	美国	2020.02	G 轮	1.5 亿美元	《Roblox》
FunCom	挪威	2020.01	战略投资	未透露	《流放者柯南》《沙丘：香料战争》
Platinum Games	日本	2020.01	战略投资	未透露	《猎天使魔女 1/2》《尼尔：机械纪元》
Antstream Arcade	美国	2019.07	战略投资	未透露	游戏流媒体平台
Fatshark	瑞典	2019.05	战略投资	5630 万美元	《战锤：末世鼠疫 2》
Sharkmob	瑞典	2019.05	收购	未透露	《全境封锁》
Discord	美国	2018.12	F 轮	1.6 亿美元	社交平台小游戏
		2018.04	E 轮	数千万美元	
		2016.01	C 轮	2000 万美元	
		2015.02	B 轮	数千万美元	
Dream11	印度	2018.09	D 轮	1 亿美元	
Krafton Game Union	韩国	2018.08	战略投资	4.47 亿美元	《神喻之战》《绝地求生：大逃杀》
		2017.08	战略投资	6263 万美元	
Grinding Gear Games	新西兰	2018.05	收购	6800 万美元	《流亡之路》
Ubisoft 育碧	法国	2018.03	战略投资	4.5 亿美元	《刺客信条》《彩虹六号》

Bluehole 蓝洞工作室	韩国	2017.09	战略投资	6117 万美元	《绝地求生：大逃杀》
Milky Tea	英国	2017.08	战略投资	数百万美元	《避棺者》
Frontier Developments	英国	2017.07	战略投资	1770 万英镑	《侏罗纪世界：进化》
Kakao Games	韩国	2017.02	战略投资	8.3089 亿人民币	《奥丁：神叛》
Supercell	芬兰	2016.06	收购	86 亿美元	《皇室战争》《部落冲突》《卡通农场》
Paradox Interactive	瑞典	2016.05	战略投资	未透露	《都市：天际》
Sea Limited	新加坡	2016.04	D 轮	1.7 亿美元	旗下 Garena 是腾讯游戏在东南亚的主要发行平台
Riot Games	美国	2015.12	战略投资	未透露	《英雄联盟》《无畏契约》
		2011.03	收购	16.79 亿人民币	
		2008.07	战略投资	800 万美元	
Artillery	美国	2015.10	A 轮	数百万美元	《Atlas》
VC Mobile Entertainment	美国	2015.05	A 轮	450 万美元	《魔法门》
Glu Mobile	美国	2015.04	收购	1.26 亿美元	《荒岛余生》、《火线指令：诺曼底》、《枪火兄弟连》
Fireforge Games	美国	2015.04	A 轮	数千万美元	《捉鬼敢死队》
Robot Entertainment	美国	2015.02	A 轮	数百万美元	《兽人必须死》
Miniclip SA	瑞士	2015.02	收购	未透露	《8BallPool》
Hammer & Chisel	美国	2015.02	A 轮	数百万美元	《永恒命运》
Playdots	美国	2014.12	A 轮	1000 万美元	《Dots》
Aiming	日本	2014.12	C 轮	未透露	《侍道》《圣骑之王》
4:33 Creative Lab	韩国	2014.11	A 轮	1.1 亿美元	《Blade》《Arrow》
PATIGames	韩国	2014.09	战略投资	2000 万美元	《ILoveCoffee》《ILovePasta》
TapZen	美国	2014.06	A 轮	800 万美元	《Army On Army》《Base On Base》
CJ Games	韩国	2014.03	战略投资	5 亿美元	《全民砰砰砰》《Modoo Marble》《Taming Monster》
Netmarble	韩国	2014.01	战略投资	5 亿美元	《天堂 2：革命》
Plain Vanilla	美国	2013.11	B 轮	2200 万美元	《Quiz up》
		2013.04	天使轮	200 万美元	
Activision Blizzard	美国	2013.03	战略投资	数亿美元	《使命召唤》《守望先锋》
Epic Games	美国	2012.07	战略投资	3.3 亿美元	《虚幻系列》《战争机器》《堡垒之夜》
ZAM	美国	2012.02	收购	未透露	《魔兽世界》《EQ》《最终幻想》
Outspark	美国	2008.01	B 轮	1100 万美元	
GoPets	韩国	2006.10	战略投资	1750 万人民币	《GoPets》
		2005.08	战略投资	622 万人民币	

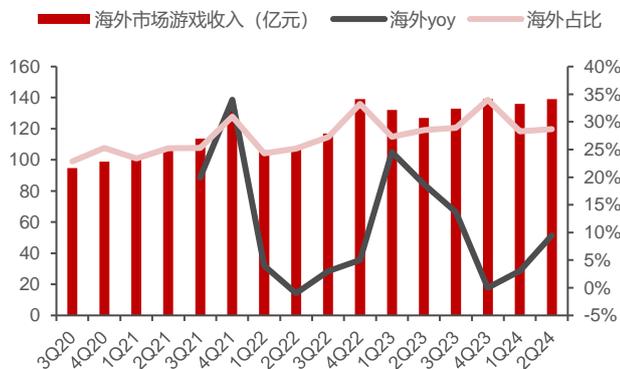
资料来源：IT 桔子，各游戏公司官网，民生证券研究院

腾讯游戏国际市场流水增速较快，收入结构逐渐向海外转移。24Q2，腾讯海外游戏收入 139 亿元，同比增 9%，其中，《PUBG MOBILE》人气回升，DAU 和总流水均实现了同比双位数增长。2024 年年初马化腾先生曾在公司年会上表示，游戏出海是腾讯目前出海国际化的最大希望。此前公司游戏部门管理层也多次提及未来收入重心向海外转移且国内国外收入各占一半的发展目标，长期来看公司海外发行收入份额将持续提高。

从 Q3 公司海外流水格局看，Supercell 整体表现亮眼，《PUBG MOBILE》热度维持，《胜利女神：妮姬》预计将持续对公司海外收入作出贡献。根据 Sensor Tower 数据，2024 年 7 月《PUBG MOBILE》月度流水环比增长 34%，《胜利女神：妮姬》月度流水环比增长 55%。伴随 10 月 30 日游戏更新，《胜利女神：妮姬》

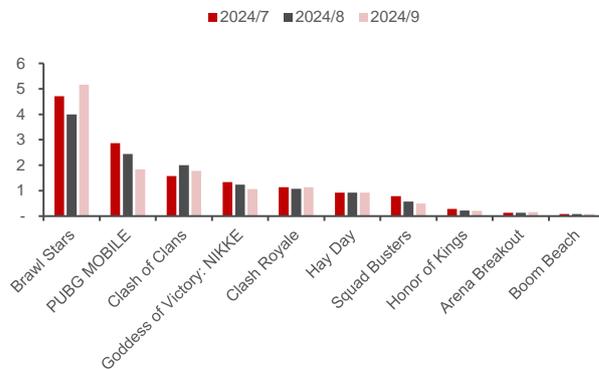
姬》再次升至日本、韩国手游畅销榜单前三名。

图36: 腾讯游戏海外市场收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图37: 2024Q3 腾讯海外手游流水格局 (亿元)



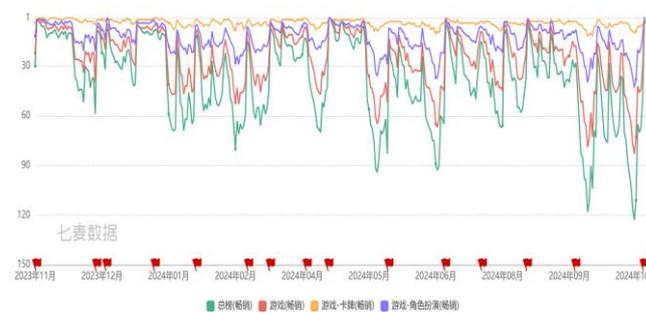
资料来源: Sensor Tower, 民生证券研究院

图38: 《PUBG MOBILE》仍是全球最热门的战术竞技手游 (截至 2024 年 10 月 31 日)



资料来源: 七麦数据“全球游戏畅销榜”排名, 民生证券研究院

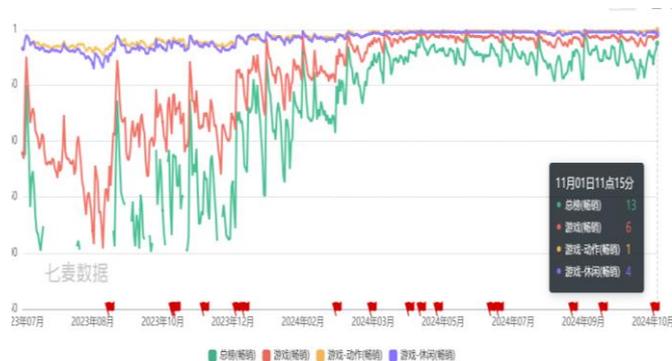
图39: 《胜利女神: 妮姬》今年频繁进入日本手游畅销榜前列



资料来源: 七麦数据, 民生证券研究院

Supercell 流水大幅增长带动后续海外收入确认。 海外子公司 Supercell 旗下《荒野乱斗》近半年来持续翻红, 24Q2 该游戏总流水同比增长超十倍, 平均 DAU 创历史新高。截至 2024 年 10 月 31 日, 《荒野乱斗》仍在 58 个国家及地区位于游戏畅销榜前十。此外, Supercell 于今年 5 月成功推出第六款游戏《爆裂小队》, 据游戏大观 (GameLook) 预测, 《爆裂小队》首日流水突破 1000 万元, 成为 Supercell 旗下最快突破 500 万下载量的游戏。我们预计, 2024 年 Supercell 的游戏收入将大幅回升, 考虑到海外收入确认周期较长, 母公司腾讯有望持续从中收益。

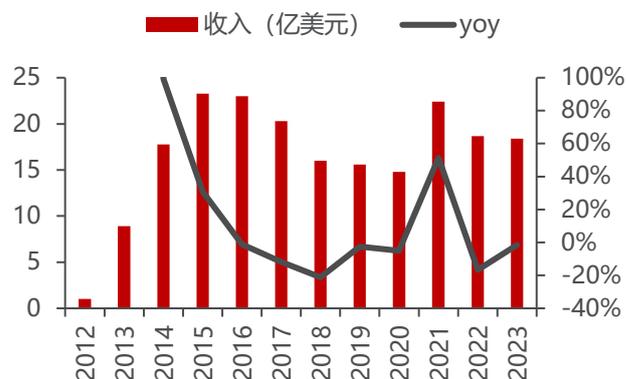
图40: 《荒野乱斗》与去年同期相比收入排名大幅上升



资料来源: 七麦数据, 民生证券研究院

注: 本图选取美国游戏畅销榜排名

图41: 从公司收入看 Supercell 正在逐步走出衰退



资料来源: Statista, Supercell 官网, 民生证券研究院

《Honor of Kings》全球上线, Level Infinite 发行能力全面扩容。2024Q2、Q3 海外新游集中上线, 其中《Honor of Kings》于 6 月 20 日正式同步上线全球应用市场。此前《HoK》已先后上线 50 多个地区, 并结合当地宗教文化推出多款本土化的英雄和皮肤。此次上线西方主流市场, 对 Level Infinite 跨地区发行能力以及 MOBA 游戏的制作运营经验都提出更高要求。据 Sensor Tower 统计, 7 月《HoK》海外收入环比上涨 81%。除此之外, 在海外发行 Pipeline 中全球玩家期待的《刺客信条: 代号 Jade》、《流放之路 2》、《沙丘: 觉醒》、《Exoborne》等游戏预计于 2025 年上线。

表7：海外近期新游及后续发行 Pipeline

游戏	类型	开发商	目前进度
V Rising	开放世界/生存	Stunlock Studios	2024/5/8 已上线
Squad Busters	休闲/动作	Supercell	2024/5/29 已上线
Wayfinder	RPG	Airship Syndicate	2024/6/12 已上线
Honor of Kings	MOBA	Timi Studio	2024/6/20 已上线
Tarisland	MMORPG	Level Infinite	2024/6/21 已上线
DEATHSPRINT 66	竞速/战斗	Sumo Newcastle	2024/9/12 已上线
Stampede: Racing Royale	竞速/MMO	Sumo Leamington	2024/10/10 已上线
Age of Empires Mobile	SLG	Level Infinite	2024/10/17 已上线
Parcel Corps	竞速/开放世界	Billy Goat Entertainment	2024/10/3 已上线
Critter Café	休闲	Sumo Newcastle	预计 2024/11/26 上线
The Division Resurgence	开放世界	Ubisoft	预计 2024/12/27 上线
Path of Exile 2	动作/RPG	Grinding Gear Games	预计 2024/12 上线
Dread Pilots	动作类 Rogue	Klei Entertainment	预计 2024 上线
New Arc Line	RPG	Dreamate	预计 2024 上线
Aloft	沙盒/建造	Astrolabe Interactive	预计 2025/1 上线
Assassin's Creed Jade	开放世界/RPG	Ubisoft	预计 2025/2 上线
ALARA Prime	FPS	Fall Damage	预计 2025 上线
Dune: Awakening	开放世界/MMO	Funcom	预计 2025 上线
Exoborne	开放世界/射击	Sharkmob AB	未定
Den of Wolves	FPS	10 Chambers	未定
Delta Force: Hawk Ops	FPS	Team Jade	未定
Last Sentinel	开放世界/3A	LightSpeed LA	未定

资料来源：Level Infinite 官网，Steam，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

收入端，根据财报披露口径拆分各项业务：

增值服务：1) **网络游戏国际市场**，受收入递延影响，预计在 Supercell 当前流水带动下 24Q3/Q4 收入 yoy+13%/17%，考虑海外新品推出速度及发行能力，预计 2024/2025/2026 年收入 yoy+10%/10%/9%。2) **网络游戏本土市场**，在《MDnF》流水和下半年上线新游的催化下，预计 24Q3/Q4 收入 yoy+13%/18%，长期看各品类 pipeline 储备充足，预计 2024/2025/2026 年本土收入 yoy+9%/6%/6%。3) **社交网络**，平台与内容相结合的优势显现，考虑到去年同期低基数影响，预计 2024/2025/2026 年收入 yoy+3%/5%/4%。**网络广告：**视频号及微信平台社交广告收入成最大增量，预计 2024/2025/2026 年网络广告收入 yoy+18%/14%/14%。**金融科技及企业服务和其他：**1) **金科及企服**，支付业务增速放缓，云业务及商家技术服务费带动企业服务增长，预计 2024/2025/2026 年金科及企服收入 yoy+5%/9%/8%。2) **其他业务**，维持相对平稳，预计 2024/2025/2026 年收入 yoy+38%/6%/8%。

费用端，相对谨慎的成本控制仍是主线，我们预计 2024/2025/2026 年公司销售费用率 5.6%/5.5%/5.5%；一般及行政开支稳中有降，预计 2024/2025/2026 年分别降至 16.7%/16.5%/16.2%。

综上，我们预计公司 2024/2025/2026 年实现总收入 6591/7154/7730 亿元，同比+8.2%/+8.5%/+8.0%。预计公司归母净利润 1757/1966/2155 亿元，同比+52.5%/+11.9%/+9.6%，预计 Non-IFRS 归母净利润 2146/2404/2600 亿元，同比+36.1%/+12.0%/+8.2%。

表8：公司分业务盈利预测

人民币百万元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	482,064	560,118	554,552	609,015	659,129	715,405	772,993
yoy	27.8%	16.2%	-1.0%	9.8%	8.2%	8.5%	8.0%
毛利率	46.0%	43.9%	43.1%	48.1%	53.1%	54.1%	54.7%
增值服务	264,212	291,572	287,565	298,375	317,837	338,039	357,707
yoy	32.1%	10.4%	-1.4%	3.8%	6.5%	6.4%	5.8%
毛利率	54.1%	52.5%	50.6%	54.3%	57.0%	57.4%	57.8%
1) 网络游戏	156,101	174,314	170,715	179,860	196,404	210,534	225,102
yoy	36.1%	11.7%	-2.1%	5.4%	9.2%	7.2%	6.9%
其中：							
国际市场	34,807	45,598	46,800	53,200	58,656	64,522	70,329
yoy		31.0%	2.6%	13.7%	10.3%	10.0%	9.0%
占比总收入	7.2%	8.1%	8.4%	8.7%	8.9%	9.0%	9.1%
本土市场	121,294	128,716	123,900	126,700	137,748	146,012	154,773
yoy		6.0%	-3.7%	2.3%	8.7%	6.0%	6.0%
占比总收入	25.2%	23.0%	22.3%	20.8%	20.9%	20.4%	20.0%
2) 社交网络	108,111	117,258	116,850	118,515	121,433	127,505	132,605
yoy	26.8%	8.5%	-0.3%	1.4%	2.5%	5.0%	4.0%
占比总收入	22.4%	20.9%	21.1%	19.5%	18.4%	17.8%	17.2%
网络广告	82,271	88,666	82,729	101,482	120,150	136,545	155,238
yoy	20.3%	7.8%	-6.7%	22.7%	18.4%	13.6%	13.7%
毛利率	51.4%	45.8%	42.3%	50.6%	55.6%	57.9%	59.0%
占比总收入	17.1%	15.8%	14.9%	16.7%	18.2%	19.1%	20.1%
金融科技及企业服务和其他	135,581	179,880	184,258	209,158	221,142	240,822	260,048
yoy	24.5%	32.7%	2.4%	13.5%	5.7%	8.9%	8.0%
毛利率	26.8%	29.1%	31.5%	38.2%	46.0%	47.3%	47.9%
占比总收入	28.1%	32.1%	33.2%	34.3%	33.6%	33.3%	33.3%
1) 金融科技及企业服务	128,086	172,195	177,064	203,763	213,710	232,943	251,579
yoy	26.4%	34.4%	2.8%	15.1%	4.9%	9.0%	8.0%
毛利率	28.3%	29.8%	33.0%	39.6%	47.1%	48.5%	49.1%
占比总收入	26.6%	30.7%	31.9%	33.5%	32.4%	32.6%	32.5%
2) 其他	7,495	7,685	7,194	5,395	7,432	7,878	8,469
yoy	-0.9%	2.5%	-6.4%	-25.0%	37.8%	6.0%	7.5%
毛利率	1.3%	13.2%	-3.9%	-14.6%	15.0%	11.5%	12.0%
占比总收入	1.6%	1.4%	1.3%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

3.2 估值分析与投资建议

作为港股互联网龙头，腾讯在即时通信、社交、游戏、数字内容等领域具备行业领先优势，近年来积极参与产业互联网转型，盈利能力及盈利质量显著优化。当前游戏行业政策面企稳，版号供给显著改善，游戏市场实际销售额同比回升。受常青游戏流水复苏及新游推动，公司游戏部门业绩增长彰显稳定性。此外，公司以长期价值为导向，持续提供种类丰富且稳定增长的股东回报。我们预计公司2024/2025/2026年实现总收入6591/7154/7730亿元，同比+8.2%/+8.5%/+8.0%。预计2024/2025/2026年Non-IFRS归母净利润2146/2404/2600亿元，同比+36.1%/+12.0%/+8.2%。基于2024年11月7日收盘价，对应经调整PE分别为17X/15X/14X，维持“推荐”评级。

表9：公司盈利预测及财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	659,129	715,405	772,993
(+/-)(%)	9.8	8.2	8.5	8.0
经调整净利润	157,688	214,578	240,358	259,984
(+/-)(%)	36	36	12	8
EPS(基于经调整净利润)	17.02	23.15	25.94	28.05
P/E(基于经调整净利润)	23	17	15	14

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年11月7日收盘价，汇率1HKD=0.92RMB）

表10: 可比公司估值参考

股票代码	公司简称	市值	收入 (亿元)			经调整净利润 (亿元)			PS (倍)			PE (倍)		
		(亿元)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
0700.HK	腾讯控股	35,636.2	6,090.2	6,591.3	7,154.1	1,576.9	2,145.8	2,403.6	5.9	5.4	5.0	23	17	15
网络游戏														
9999.HK	网易	3,629.3	1,034.7	1,071.4	1,165.4	290.1	325.0	347.5	3.5	3.4	3.1	13	11	10
002624.SZ	完美世界	200.6	77.9	62.1	75.1	2.7	-0.5	7.4	2.6	3.2	2.7	74	/	27
002555.SZ	三七互娱	356.4	165.5	184.4	202.1	26.3	26.3	29.9	2.2	1.9	1.8	14	14	12
603444.SH	吉比特	143.6	41.8	38.1	42.9	11.6	9.3	11.0	3.4	3.8	3.3	12	15	13
UBI.FP	育碧	18.5	23.0	19.5	21.6	1.6	-0.8	1.4	0.8	0.9	0.9	11	/	13
EA	电子艺界	396.7	75.6	76.7	81.3	15.0	20.8	22.6	5.2	5.2	4.9	27	19	18
259960.KS	Krafton	163.6	19.1	26.9	29.9	6.6	10.4	10.5	8.6	6.1	5.5	25	16	16
均值									3.8	3.5	3.2	25	15	16
广告														
META	META	14,323.0	1,349.0	1,624.4	1,861.2	450.5	580.9	651.1	10.6	8.8	7.7	32	25	22
GOOGL	Alphabet	21,048.7	3,073.9	2,970.9	3,411.4	778.5	1,059.6	1,138.3	6.8	7.1	6.2	27	20	18
BIDU	百度	2,245.3	1,346.0	1,344.9	1,420.2	182.6	265.0	276.2	1.7	1.7	1.6	12	8	8
WB	微博	21.7	17.6	17.2	17.7	3.2	4.5	4.7	1.2	1.3	1.2	7	5	5
1024.HK	快手	1,880.0	1,134.7	1,271.7	1,409.1	60.4	175.5	225.0	1.7	1.5	1.3	31	11	8
均值									4.3	4.0	3.5	22	14	12
金融科技														
V	VISA	5,892.3	359.3	394.0	434.2	202.6	220.4	242.8	16.4	15.0	13.6	29	27	24
PYPL	PAYPAL	774.5	297.7	317.5	336.1	41.1	47.4	48.4	2.6	2.4	2.3	19	16	16
MA	万事达	4,663.8	251.0	280.6	314.6	119.3	134.0	149.0	18.6	16.6	14.8	39	35	31
均值									7.5	6.8	6.1	29	26	24
媒体娱乐														
IQ	爱奇艺	167.9	318.7	300.3	314.7	21.6	17.6	22.7	0.5	0.6	0.5	8	10	7
300413.SZ	芒果超媒	476.7	146.3	151.8	167.7	35.3	18.5	21.3	3.3	3.1	2.8	14	26	22
BILI	哔哩哔哩	656.0	225.3	265.6	301.9	-47.3	-1.8	17.1	2.9	2.5	2.2	/	/	38
9899.HK	云音乐	252.4	78.7	80.6	87.0	7.4	14.2	15.6	3.2	3.1	2.9	34	18	16
均值									2.5	2.3	2.1	19	18	21
企业服务														
MSFT	微软	30,510.5	2,451.2	2,791.4	3,200.5	882.3	984.6	1,133.6	12.4	10.9	9.5	35	31	27
AMZN	亚马逊	20,812.4	5,747.9	6,372.3	7,062.4	307.0	683.7	765.4	3.6	3.3	2.9	68	30	27
KC	金山云	50.7	70.5	74.5	81.3	-15.1	-10.0	-7.5	0.7	0.7	0.6	/	/	/
ZM	ZOOM	232.7	45.3	46.4	47.9	6.8	16.8	16.8	5.1	5.0	4.9	34	14	14
均值									5.5	5.0	4.5	45	25	23

资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 Bloomberg 一致预期, 数据截至 2024 年 11 月 1 日。其中, 电子艺界、META、Alphabet、微博、VISA、PAYPAL、万事达、微软、亚马逊、ZOOM 的市值、收入、经调整净利润统计口径为亿美元; 育碧的市值、收入、经调整净利润统计口径为亿欧元; Krafton、Kakao Games 的市值、收入、经调整净利润统计口径为千亿韩币。

4 风险提示

1) 游戏行业政策收紧。游戏行业产品供给数量主要受国家新闻出版署版号审批进度影响,从历史数据看,游戏行业版号政策收紧或监管趋严将对公司业绩带来一定压力。

2) 新游流水未达预期,老游用户流失。当下游戏行业竞争日益激烈,不同赛道品类精品游戏频出,若公司新游戏缺乏市场竞争力,老游戏生命周期缩短用户流失,将降低公司在游戏行业市占率,从而对收入及盈利增速造成不利影响。

3) 直播带货大盘增速放缓。直播带货行业价格竞争激烈,若大盘增速下滑,不利于行业内处于后发地位的视频号电商抢占 GMV 规模,进而影响公司广告收入和企业服务收入增速。

4) 广告主投放意愿放缓。广告主投放意愿和投放能力受宏观经济波动影响,若宏观经济复苏不及预期,以视频号广告为首的公司广告收入将受到冲击。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产合计	518,446	650,485	793,350	958,249
现金及现金等价物	172,320	248,708	334,512	442,053
应收账款及票据	46,606	50,441	54,748	59,155
存货	456	446	474	506
其他	299,064	350,889	403,617	456,536
非流动资产合计	1,058,800	1,091,558	1,121,964	1,151,738
固定资产	66,815	70,247	73,413	76,311
商誉及无形资产	198,191	200,218	201,885	203,188
其他	793,794	821,094	846,666	872,239
资产合计	1,577,246	1,742,043	1,915,314	2,109,988
流动负债合计	352,157	365,807	390,874	417,326
短期借贷	41,537	41,537	41,537	41,537
应付账款及票据	115,109	112,671	119,672	127,636
其他	195,511	211,599	229,665	248,153
非流动负债合计	351,408	353,143	346,033	345,077
长期借贷	292,920	298,117	291,007	290,051
其他	58,488	55,026	55,026	55,026
负债合计	703,565	718,950	736,907	762,402
普通股股本	0	0	0	0
储备	808,591	955,122	1,107,238	1,272,913
归属母公司股东权益	808,591	955,122	1,107,238	1,272,913
少数股东权益	65,090	67,971	71,169	74,672
股东权益合计	873,681	1,023,093	1,178,407	1,347,585
负债和股东权益合计	1,577,246	1,742,043	1,915,314	2,109,988

现金流量表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	221,962	230,315	260,472	281,801
净利润	115,216	175,731	196,635	215,484
少数股东权益	2,832	2,881	3,197	3,504
折旧摊销	59,008	62,541	63,167	63,798
营运资金变动及其他	44,906	-10,839	-2,527	-985
投资活动现金流	-125,161	-118,047	-110,927	-110,775
资本支出	-47,407	-68,000	-68,000	-68,000
其他投资	-77,754	-50,047	-42,927	-42,775
筹资活动现金流	-82,573	-35,843	-63,705	-63,448
借款增加	2,652	5,197	-7,110	-957
普通股增加	-42,697	0	0	0
已付股利	-20,983	-29,164	-44,481	-49,772
其他	-21,545	-11,876	-12,114	-12,719
现金净增加额	15,581	76,388	85,803	107,542

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	609,015	659,129	715,405	772,993
其他收入	0	0	0	0
营业成本	315,906	309,216	328,428	350,285
销售费用	34,211	36,675	39,347	42,515
管理费用	103,525	109,958	118,042	125,225
研发费用	64,078	68,802	72,971	78,845
财务费用	-1,923	-3,572	-3,643	-3,826
权益性投资损益	-295	4,928	7,135	10,319
其他损益	4,323	17,212	16,818	13,451
除税前利润	161,324	228,991	257,184	282,565
所得税	43,276	50,378	57,352	63,577
净利润	118,048	178,613	199,832	218,988
少数股东损益	2,832	2,881	3,197	3,504
归属母公司净利润	115,216	175,731	196,635	215,484
EBIT	159,401	225,419	253,541	278,739
EBITDA	218,409	287,960	316,708	342,537
EPS (元)	12.43	18.96	21.22	23.25

主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力(%)				
营业收入	9.82	8.23	8.54	8.05
归属母公司净利润	-38.79	52.52	11.90	9.59
盈利能力(%)				
毛利率	48.13	53.09	54.09	54.68
净利率	18.92	26.66	27.49	27.88
ROE	14.25	18.40	17.76	16.93
ROIC	9.65	12.90	13.04	12.86
偿债能力				
资产负债率(%)	44.61	41.27	38.47	36.13
净负债比率(%)	18.56	8.89	-0.17	-8.20
流动比率	1.47	1.78	2.03	2.30
速动比率	0.92	1.14	1.33	1.54
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.40	0.39	0.38
应收账款周转率	13.23	13.58	13.60	13.57
应付账款周转率	2.90	2.72	2.83	2.83
每股指标 (元)				
每股收益	12.43	18.96	21.22	23.25
每股经营现金流	23.95	24.85	28.11	30.41
每股净资产	87.25	103.06	119.48	137.35
估值比率				
P/E	32	21	19	17
P/B	4.5	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	17.56	13.32	12.11	11.20

插图目录

图 1: 2014-2023 年中国游戏市场实际销售收入	3
图 2: 2022Q3-2024Q3 年中国游戏市场实际销售收入	3
图 3: 2014-2023 年中国游戏用户规模	3
图 4: 2014-2023 年中国游戏 ARPU 值	3
图 5: 2024 年国产版号发放进入平稳期, 进口版号发放数量有所增加	5
图 6: 国内游戏产业链以及腾讯全产业链布局	6
图 7: 2014-2023 年游戏行业竞争格局 (亿元)	7
图 8: 2019-2023 年国内游戏行业投融资事件数量	7
图 9: 华为应用商店联运服务流程示意图	7
图 10: 买量费用占分发费用比重超过六成 (截至 2023 年 6 月)	7
图 11: 手游在媒介展示类广告平台买量情况 (截至 2023 年 6 月)	8
图 12: 手游买量素材投放周期短、费用高 (截至 2023 年 6 月)	8
图 13: 全球主流应用商店标准佣金率一般定为 30% (截至 2024 年 9 月)	8
图 14: 华为应用商店中游戏 APP 联运服务的标准分成比例高于其他 APP	8
图 15: TapTap 新安装用户转化率高于主流应用商店 (截至 2023 年 6 月)	9
图 16: 2019 年至今不上架安卓应用商店的部分手游	9
图 17: 《MDnF》从部分渠道服下架且不再提供更新	10
图 18: 2024 年全球移动游戏市场增速预计快于其他游戏细分市场	11
图 19: 休闲游戏成为全球手游增长亮点	11
图 20: 我国自研游戏海外市场收入占比突破 30%	11
图 21: 2022-2023 年 TOP30 出海手游各地区收入	11
图 22: 腾讯游戏本土市场收入 (亿元)	15
图 23: 截至 2023 年年底腾讯“热门游戏”分类	15
图 24: 《Valorant》月活跃玩家数量 (不含国服)	17
图 25: 2025 年无畏契约冠军巡回赛 (VCT) 赛季安排	17
图 26: 两款核心旗舰游戏 DAU 趋势 (百万人)	17
图 27: 两款核心旗舰游戏人均单日使用时长趋势 (分钟)	17
图 28: 《和平精英》新版本上线受到玩家追捧	18
图 29: 2024 年《王者荣耀》和《和平精英》流水均有所回升	18
图 30: 《金铲铲之战》、《火影忍者手游》iOS 月度流水 (千万美元)	19
图 31: 《暗区突围》iOS 月度流水 (百万美元)	19
图 32: 《英雄联盟手游》iOS 月度流水 (千万美元)	19
图 33: 《穿越火线: 枪战王者》iOS 月度流水 (千万美元)	19
图 34: 2024Q3 腾讯本土手游 iOS 流水格局 (亿元)	20
图 35: DNF 手游上线后长期位居游戏畅销榜前三	20
图 36: 腾讯游戏海外市场收入 (亿元)	25
图 37: 2024Q3 腾讯海外手游流水格局 (亿元)	25
图 38: 《PUBG MOBILE》仍是全球最热门的战术竞技手游 (截至 2024 年 10 月 31 日)	25
图 39: 《胜利女神: 妮姬》今年频繁进入日本手游畅销榜前列	25
图 40: 《荒野乱斗》与去年同期相比收入排名大幅上升	26
图 41: 从公司收入看 Supercell 正在逐步走出衰退	26

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 游戏行业重要政策梳理	4
表 2: 2020-2023 年国产手游出海收入前十名 (含入榜新游)	12
表 3: 腾讯游戏各工作室主要自研游戏和发行代理游戏	14
表 4: 网吧游戏热力值 (当月网游被启动的次数总和) 排名	16
表 5: 腾讯 2024 年国内上线重点新游及发行 pipeline	21

表 6: 腾讯游戏行业海外投资情况	23
表 7: 海外近期新游及后续发行 Pipeline	27
表 8: 公司分业务盈利预测	29
表 9: 公司盈利预测及财务指标	30
表 10: 可比公司估值参考	31
公司财务报表数据预测汇总	33

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026