

从游戏角度看腾讯：游戏绝对龙头，成长势头强劲

2017年6月15日

投资要点

- 游戏：腾讯的核心变现产品。**2016年腾讯游戏业务收入708亿元，同比增长25.09%，2011-2016年游戏的复合增长率达到35.0%。手游业务带动腾讯游戏2017年Q1高速增长，同比增长34%。游戏是腾讯的业务“生态系统”中的核心变现产品，依托核心社交产品的海量用户基础，通过付费道具、流水抽成等手段，实现游戏业务收入的高速增长。
- 手游：寡头优势明显，成长势头仍然迅猛。**市场的分歧在于《王者荣耀》的高景气度能否持续。我们认为《王者荣耀》垄断了国内手游MOBA市场，MOBA游戏的规模效应将使得头部产品维持较高的用户规模和较长的生命周期。17Q1，《王者荣耀》DAU超8000万，月流水30亿。对比端游MOBA的运营表现，综合国内手游市场的展望，我们认为《王者荣耀》将在未来2-3年保持高景气度，用户规模将扩张至1亿以上，流水规模仍有50%的上升空间。此外，腾讯采用代理形式，与国内众多研发商合作，保证后续优秀产品的供给。今年上线的《天龙八部》和《剑网3》将为手游业务带来新的增长动量。
- 端游：行业龙头地位牢固，稳健增长可期。**2016年端游占腾讯整体游戏收入的比例为46%，端游收入近三季度仍然保持同比增长。腾讯的市占率为56%，远超竞争对手。重度游戏方面，腾讯代理了LOL、CF、DNF三款核心游戏，贡献主要收入，运营仍然稳健。我们认为腾讯的端游龙头地位稳固，受益于国内电竞产业的推动，端游业务有望保持年均10%以上的增长。
- 竞争优势：渠道优势、强运营能力与覆盖品类广泛。**(1) QQ、微信和应用宝成为腾讯游戏的三大渠道，其中微信月活8.89亿，应用宝的月活1.84亿。渠道优势使得腾讯在流水分配方面获得了强势地位。(2) 腾讯以“微创新”方式，快速迭代获取更好的用户体验，以强运营能力打败对手。(3) 腾讯游戏种类的覆盖范围远超对手，在MMO、MOBA、FPS、SLG、棋牌等种类都有重磅产品，细分市场的开拓扩大了收入的“天花板”。
- 待开采的游戏宝藏：IP和WeGame。**腾讯互动娱乐事业群立足于“泛娱乐”战略，通过打造明星IP，实现影游漫的联动，扩张IP的价值。2017年4月，腾讯的WeGame平台上线，对标甚至超越国际游戏平台Steam，有望成为国内单机游戏的重要分发平台，为腾讯游戏业务打开新的成长空间。
- 风险因素。**游戏产品流水下滑的风险；手游产品受到政策监管的风险；A股加入MSCI指数，稀释腾讯权重的风险；港股市场整体估值回调的风险。
- 盈利预测、估值及投资评级。**我们维持2017/2018/2019年净利润预测597/819/1082亿元，对应EPS为6.30/8.64/11.41元人民币。我们长期继续看好公司，比全球科技龙头的估值水平，考虑到公司业绩快速增长（预期2017年+45%）和其行业地位（华人社交圈的寡头优势），我们给予47倍PE，对应目标价334港元，维持“买入”评级。

| 项目/年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 1,029 | 1,523 | 2,346 | 3,330 | 4,519 |
| 增长率YoY% | 30% | 48% | 54% | 42% | 36% |
| 归属母公司净利润(亿元) | 288 | 411 | 597 | 819 | 1082 |
| 增长率YoY% | 21% | 43% | 45% | 37% | 32% |
| 每股收益EPS(元) | 3.06 | 4.33 | 6.30 | 8.64 | 11.41 |
| 净资产收益率ROE% | 24% | 24% | 26% | 27% | 27% |
| PE | 78 | 55 | 38 | 28 | 21 |
| PB | 18.8 | 12.9 | 9.8 | 7.4 | 5.6 |

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为2017年6月13日收盘价



买入 (维持)

当前价：270.6 港元

目标价：334 港元

中信证券研究部

郭毅

电话：010-60836739

邮件：guoyi@citics.com

执业证书编号：S1010514070005

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

主要数据

| | |
|------------|----------------|
| 恒生指数 | 25708.04 点 |
| 总股本/港股流通股本 | 0.95/0.95 百万股 |
| 近12月最高/最低价 | 278.0元/168.3港元 |
| 近1月绝对涨幅 | 5.05% |
| 近6月绝对涨幅 | 46.53% |
| 今年以来绝对涨幅 | 42.98% |
| 12个月日均成交额 | 3.58 百万港元 |

相关研究

- 《腾讯控股(00700.HK)深度跟踪报告：强粘性+长产业链，用户价值被低估》 20170221
- 《腾讯控股(00700.HK)2016年年报点评：新业务布局致业绩略逊于预期，看好长期增长趋势》 20170323
- 《腾讯控股(00700.HK)系列报告1—从金融角度看腾讯：数字金融巨头》 20170321

目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 游戏：腾讯的核心变现产品 | 1 |
| 游戏业务持续高增长，实现社交生态变现 | 1 |
| 发展历程：游戏巨头的崛起之路 | 2 |
| 行业分析：游戏市场方兴未艾，产业巨头愈加强势 | 3 |
| 移动游戏快速成长，用户价值挖掘开启空间 | 3 |
| 产业整合持续，巨头愈加强势 | 5 |
| 手游：寡头优势明显，成长势头仍然迅猛 | 7 |
| 行业地位：稳居龙头，自研代理齐头并进 | 7 |
| 《王者荣耀》垄断 MOBA 市场，成长前景仍然广阔 | 9 |
| 上线新作值得期待，代理合作加强产品储备 | 12 |
| 端游：行业龙头地位牢固，稳健增长可期 | 15 |
| 市场地位：稳步增长，位居行业领军者 | 15 |
| 重度游戏：获取头部玩家，核心三款贡献收入 | 17 |
| 轻度游戏：自研为主，占据休闲、棋牌市场 | 20 |
| 竞争优势：渠道优势、强运营能力与品类广泛 | 22 |
| 竞争优势之一：渠道优势强大，掘金行业红利 | 22 |
| 竞争优势之二：秉承微创新理念，强运营能力突围 | 25 |
| 竞争优势之三：覆盖种类广泛，不断开拓细分市场 | 26 |
| 待开采的游戏宝藏：IP 和 WeGame | 28 |
| 泛娱乐布局，扩张 IP 价值 | 28 |
| WeGame 出炉，开拓单机游戏市场 | 29 |
| 风险因素 | 31 |
| 盈利预测、估值及投资评级 | 31 |
| 盈利预测 | 31 |
| 估值 | 32 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2011-2016 腾讯游戏收入..... | 1 |
| 图 2: 2011-2016 游戏收入占总收入比重 | 1 |
| 图 3: 腾讯 8 大事业群架构..... | 1 |
| 图 4: 腾讯以社交为核心的生态系统 | 2 |
| 图 5: 腾讯商业模式..... | 2 |
| 图 6: 腾讯游戏业务发展历程 | 3 |
| 图 7: 国内游戏用户规模 | 4 |
| 图 8: 国内游戏市场销售收入 | 4 |
| 图 9: 2016 年全球游戏市场格局 | 4 |
| 图 10: 游戏行业各细分市场规..... | 4 |
| 图 11: 移动游戏进入了稳健增长期 | 5 |
| 图 12: 国内移动游戏 CP 规模及增速..... | 5 |
| 图 13: 2015CP 市场格局 | 6 |
| 图 14: 2016Q4CP 市场格局 | 6 |
| 图 15: 2015SP 市场格局 | 6 |
| 图 16: 2016Q4SP 市场格局 | 6 |
| 图 17: 腾讯手游业务收入及同比增长 | 7 |
| 图 18: 移动游戏市场格局 | 7 |
| 图 19: 2014Q1-2016Q4 年腾讯手游业务季度收入及环比增长..... | 8 |
| 图 20: 腾讯手游业务 ARPU..... | 8 |
| 图 21: 腾讯手游 ARPU 的中值 | 8 |
| 图 22: 腾讯与网易每月排名 iOS20 的游戏平均数量..... | 9 |
| 图 23: 王者荣耀的排名 | 10 |
| 图 24: 王者荣耀的活跃用户 | 10 |
| 图 25: 《王者荣耀》用户年龄分布..... | 10 |
| 图 26: 用户近 30 天付费额度..... | 10 |
| 图 27: LOL 的百度指数多年一直维持高位..... | 12 |
| 图 28: 主要 MOBA 游戏活跃用户 | 12 |
| 图 29: 《天龙八部》的排名..... | 13 |
| 图 30: 《天龙八部》手游的 360 度视角 | 14 |
| 图 31: 《天龙八部》手游增添了《英雄谱》 | 14 |
| 图 32: 《天龙八部》的端游产品历经 10 年迭代 | 14 |
| 图 33: 腾讯在 QQ 音乐上推广《天龙八部》 | 14 |
| 图 34: 《剑网 3: 指尖江湖》手游 | 15 |
| 图 35: 客户端游戏收入近 3 季度同比增速..... | 15 |
| 图 36: 2011-2016 年腾讯端游与移动游戏收入比重..... | 15 |
| 图 37: 端游的市场格局 | 16 |
| 图 38: ACG 类型端游的 ARPU 中位数..... | 16 |
| 图 39: MMOG 类型端游的 ARPU 中位数..... | 16 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 40: 不同类型端游的 ARPU 中位数 | 17 |
| 图 41: 腾讯官网排名前 10 的端游 | 17 |
| 图 42: 核心的三款重度游戏 (LOL、CF、DNF) | 18 |
| 图 43: LOL 网吧启动次数 | 19 |
| 图 44: LOL 全球收入 | 19 |
| 图 45: CF 网吧启动次数 | 19 |
| 图 46: CF 全球收入 | 19 |
| 图 47: DNF 网吧启动次数 | 20 |
| 图 48: DNF 全球收入 | 20 |
| 图 49: 腾讯主要的轻度游戏 | 20 |
| 图 50: 主要棋牌游戏平台的 MAU | 21 |
| 图 51: QQ 平均月活跃用户数 | 22 |
| 图 52: Qzone 平均月活跃用户数 | 22 |
| 图 53: 微信月用户数 | 22 |
| 图 54: 用户打开微信次数统计 | 23 |
| 图 55: 用户每日使用微信时长 | 23 |
| 图 56: 微信的游戏推广渠道 | 23 |
| 图 57: QQ 的游戏入口 | 23 |
| 图 58: 2016 年 12 月手游渠道 MAU | 24 |
| 图 59: 2016 年 Q3 移动应用分发市场份额 | 24 |
| 图 60: 腾讯游戏树立了强大的渠道优势 | 24 |
| 图 61: 腾讯游戏的优化流程 | 26 |
| 图 62: 腾讯运营改进 CF 画面质量 | 26 |
| 图 63: CF 中国玩家占比 | 26 |
| 图 64: 腾讯游戏的泛娱乐生态 | 29 |
| 图 65: WeGame 平台定位 | 30 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 移动游戏发行厂商的研运一体化布局 | 7 |
| 表 2: 腾讯的头部手游产品 | 9 |
| 表 3: 不同手游品类的生命周期的对比 | 11 |
| 表 4: 不同手游品类的用户规模的对比 | 11 |
| 表 5: 腾讯 2017 年推出的手游新品 | 13 |
| 表 6: 腾讯端游三大产品介绍 | 18 |
| 表 7: 腾讯将上线的主要端游产品 | 21 |
| 表 8: 2016 年 12 月 APP 下载次数及安装渠道来源 | 24 |
| 表 9: 腾讯产品的微创新 | 25 |
| 表 10: 腾讯端游细分市场的开拓 | 27 |
| 表 11: 腾讯手游的品类排名靠前 | 27 |
| 表 12: 腾讯手游的种类广泛 | 28 |
| 表 13: 腾讯泛娱乐事业群架构 | 28 |
| 表 14: 《择天记》的 IP 运营 | 29 |
| 表 15: TGP 上线的重要单机游戏 | 30 |
| 表 16: WeGame 与 Steam 对比 | 31 |
| 表 17: 腾讯总营收预测 | 31 |
| 表 18: 腾讯净利润预测 | 32 |
| 表 19: 全球主要科技公司市值及净利润对比 | 32 |
| 表 20: 全球主要科技公司的估值情况 | 32 |
| 表 21: 腾讯盈利预测与估值表 | 33 |

游戏：腾讯的核心变现产品

游戏业务持续高增长，实现社交生态变现

游戏业务是腾讯目前重要的变现来源。2016 年腾讯游戏业务收入 708 亿元，同比增长 25.09%，2011-2016 年游戏的复合增长率达到 35.0%。2017 年第一季度，腾讯游戏收入 228 亿元，同比增长 34%。游戏业务一直贡献着整个公司半数左右的收入，是公司最重要的收入和利润来源。

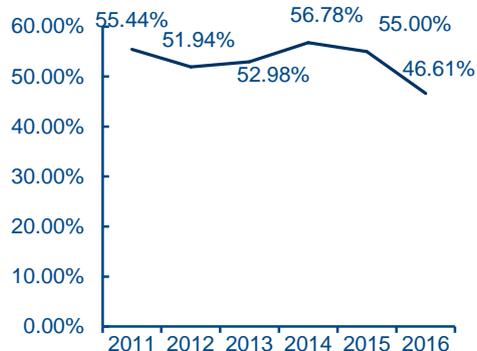
2011-2016 的 6 年时间里，腾讯的游戏业务一直保持高速增长，每年的增长率都在 25%以上，6 年间复合增长率高达 35%。

图 1：2011-2016 腾讯游戏收入



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 2：2011-2016 游戏收入占总收入比重



资料来源：公司公告、中信证券研究部

在腾讯划分的 8 大主要的事业群中，游戏业务属于互动娱乐事业群（IEG）。作为一家以产品驱动的互联网公司，腾讯依据客户、产品关联度以及媒介的不同划分出各个事业群，互动娱乐事业群主要负责腾讯以游戏为核心的娱乐内容输出和 IP 运营，包括游戏、动漫、文学和 IP 电影。

图 3：腾讯 8 大事业群架构



资料来源：腾讯官方网站，中信证券研究部绘制

游戏在腾讯的社交生态中属于核心变现产品：腾讯的商业模式主要是依靠自身积累的优势产品——核心社交产品，通过增值服务、网络广告和交易服务三个板块进行商业价值的挖掘，实现变现并最终盈利。游戏是腾讯的业务“生态系统”中的核心变现产品，依托核

心社交产品的海量用户基础，通过付费道具、流水抽成等手段，实现游戏业务收入的高速增长。

图 4：腾讯以社交为核心的生态系统



资料来源：中信证券研究部绘制

图 5：腾讯商业模式

| | | 主要相关产品 | 计费模式 |
|------|---------------------------------|--|------------------|
| 增值服务 | 社交网络 | QQ, QQ空间, 腾讯文学, 腾讯动漫, 腾讯视频, QQ音乐 | 月度会员费, 订阅费 |
| | 游戏 | 端游: 腾讯游戏平台; 手游: 腾讯移动游戏平台; 页游平台 | 道具付费, 流水抽成 |
| 网络广告 | 展示结算 | 主要媒介: 腾讯网, 腾讯视频 | 绝大部分CPM结算, 少量CPD |
| | 效果结算 | 主要媒介: 微信, QQ, QQ空间, 应用宝, QQ音乐, 腾讯新闻客户端 | GPC, CPA方式结算 |
| 交易服务 | 移动应用分发渠道: 应用宝; 第三方支付: 微信支付, 财付通 | 流水分成、交易费率 | |

资料来源：腾讯官方网站、腾讯 2015Q3 投资者沟通 PPT、中信证券研究部绘制

发展历程：游戏巨头的崛起之路

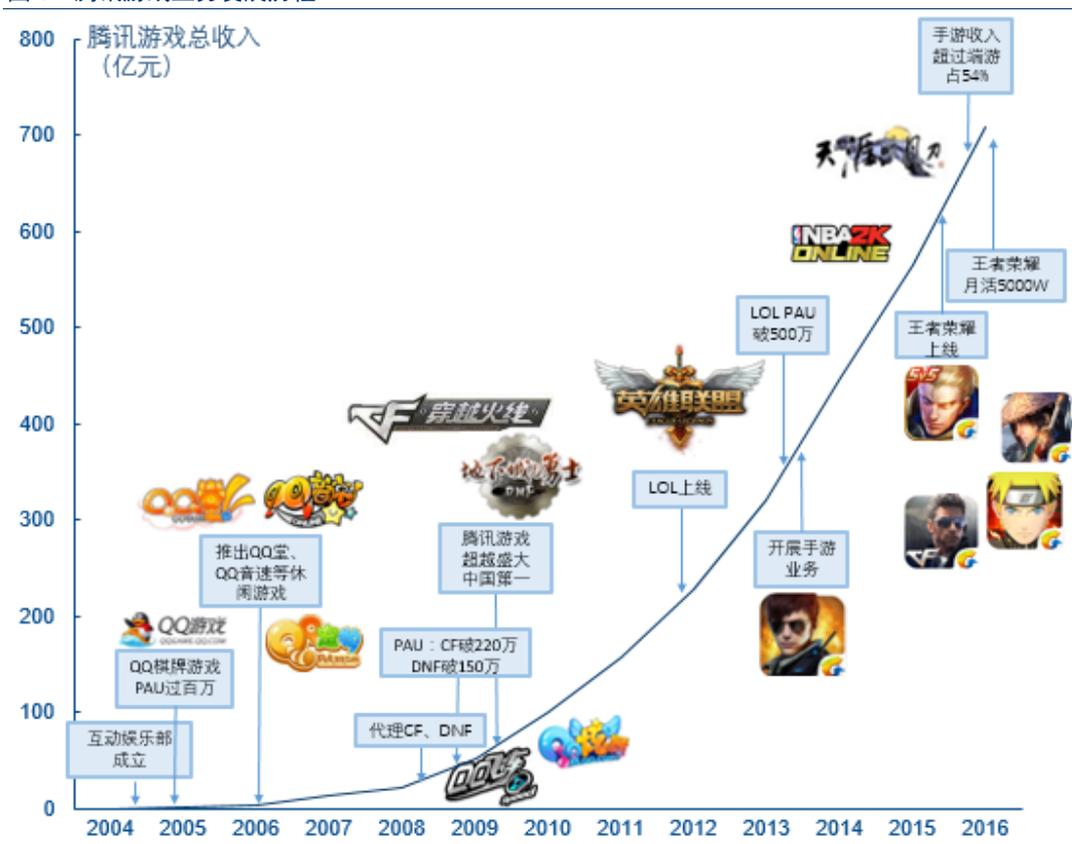
腾讯于 2002 年开始尝试进入游戏市场，并在 2003 年 3 月正式在上海成立游戏运营事业部，推出第一款网游产品《凯旋》。2004 年 4 月，腾讯改组成立互动娱乐部，调整经营战略后的腾讯依靠 QQ 棋牌游戏、《QQ 堂》、《QQ 音速》等多款经典卖座的休闲网游逐渐打开了局面。

腾讯最先瞄准较为轻度的休闲类游戏市场，依托于 QQ 聊天软件的巨大优势，一年之内在棋牌游戏市场上取代了联众成为营收最多的公司，并且在之后的几年持续发力休闲游戏市场，出品了 QQ 堂、QQ 音速等一系列非常成功的游戏产品，保持着非常高的发展速度。

2008 年之后，腾讯相继代理了 CF、DNF 等端游产品，获得了极好的市场反响，PAU 都轻松达到百万以上，使得腾讯在 2009 年第二季度超过了盛大、成为中国游戏市场的第一名。2011 年 LOL 在中国上线，在极短的时间内就成为中国最火的网游，并在 2003 年 PAU 破 500 万，LOL、CF、DNF 三款游戏成为腾讯游戏最重要的收入来源。

2013 年后手游时代来临，腾讯开始布局手游市场。依托于强大的渠道优势和游戏产品经验，腾讯在自研和代理两方面共同发力，从轻度到重度进行广泛的布局。腾讯手游旗下的《王者荣耀》、《穿越火线》、《热月传奇》等成为热门的手游产品，使得自身市场份额逐渐上升，稳居行业第一，长期占据手游行业霸主地位。

图 6：腾讯游戏业务发展历程



资料来源：腾讯官方网站、中信证券研究部绘制

行业分析：游戏市场方兴未艾，产业巨头愈加强势

移动游戏快速成长，用户价值挖掘开启空间

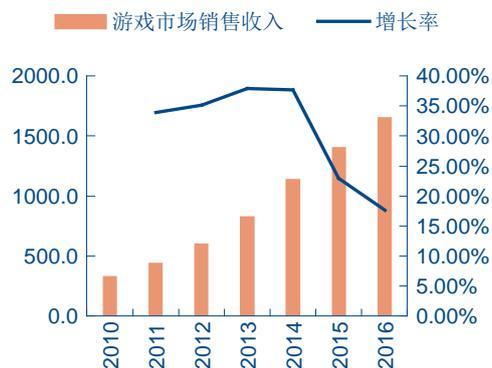
2016 年，国内游戏用户规模达到 5.66 亿人，同比增长 5.9%；游戏市场销售收入达到 1655.7 亿元，同比增长 17.68%。从国际市场的格局看，中国已经成为全球规模最大的游戏市场。根据 Newzoo 的测算，2016 年全球的游戏市场规模为 996 亿美元。其中，中国市场为 244 亿美元，占全球市场比重为 24.5%，超过亚太其他地区和北美市场，位居全球第一。

图 7: 国内游戏用户规模 (亿/%)



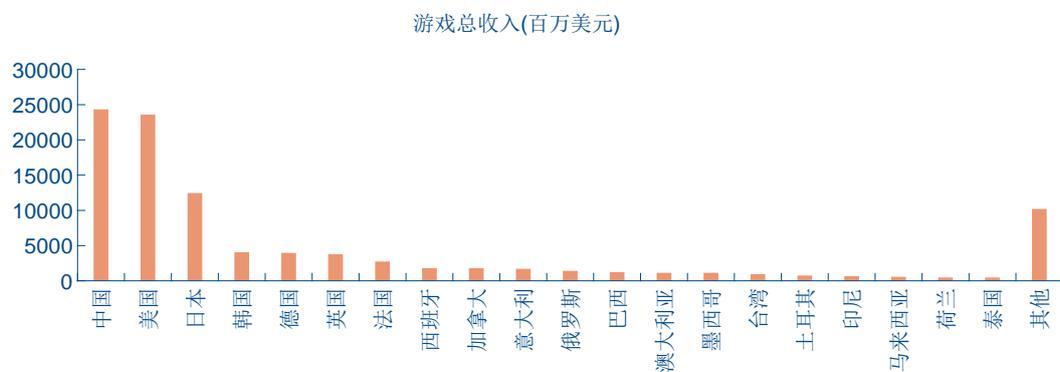
资料来源: 游戏工委, 中信证券研究部

图 8: 国内游戏市场销售收入 (亿元/%)



资料来源: 游戏工委, 中信证券研究部

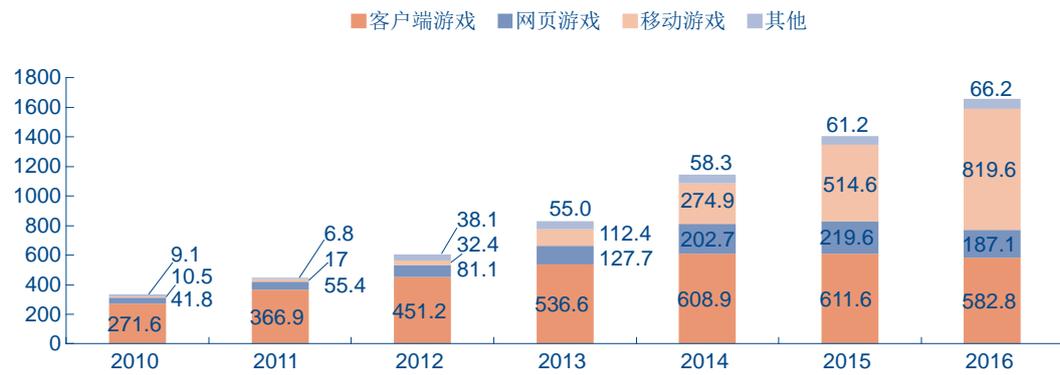
图 9: 2016 年全球游戏市场格局 (百万美元)



资料来源: Newzoo, 中信证券研究部

国内的游戏市场主要分为客户端游戏、网页游戏和移动游戏三大类。从各类游戏的占比来看, 2016 年, 客户端游戏市场规模为 582.8 亿元, 占比 35.2%; 网页游戏规模 187.1 亿元, 占比 11.3%; 移动游戏规模为 819.6 亿元, 占比 49.5%。移动游戏已经跃居国内最大细分市场, 是国内游戏市场进一步增长的主要来源。

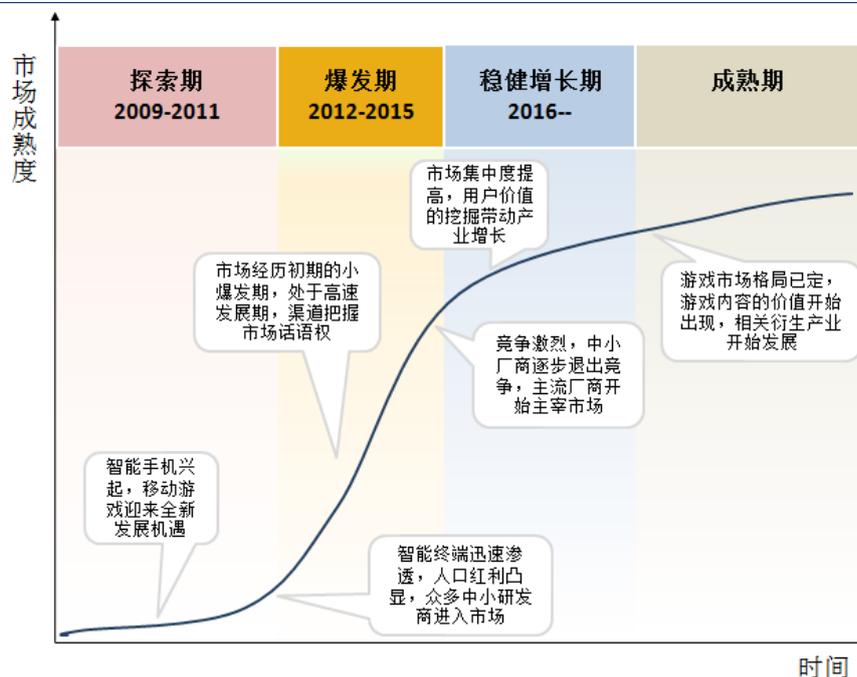
图 10: 游戏行业各细分市场规模 (亿元)



资料来源: 游戏工委, 中信证券研究部

移动游戏的用户增长已经显著回落, 而市场规模仍然快速增长, 在今后的五年之内也将保持中高速增长。因此, 我们认为移动游戏将步入稳健增长期, 维持国内游戏细分市场第一的地位, 带动国内游戏市场进一步增长。

图 11：移动游戏进入了稳健增长期



资料来源：中信证券研究部整理

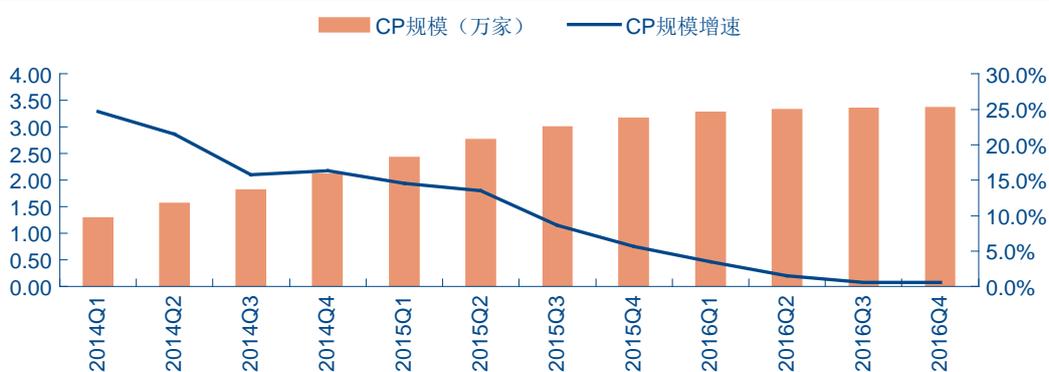
用户规模增速放缓的同时，整体市场规模仍然保持较快增长。我们认为 ARPU 的提升将成为移动游戏市场规模增长的下一个动力。移动游戏的市场规模增速显著高于用户增长，说明行业即将进入稳健增长期，ARPU 的提升是带动移动游戏产业进一步增长的动力。

产业整合持续，巨头愈加强势

2014 年之前，爆发的移动游戏市场首先吸引了众多中小游戏厂商。但是，在 2015 年第三季度之后，研发商数量的增速大幅下滑。2016 年第三、四季度，研发商增速均低至 0.6%。

我们认为背后的原因是：一方面，移动游戏的精品化、重度化趋势对于研发商的技术实力要求更强，进入门槛升高，导致新进入者数量下降；另一方面，在激烈的竞争之下，大量中小厂商被收购整合，或者被淘汰，导致原有厂商退出市场。我们认为，游戏研发领域的市场集中度有望持续提升，中小厂商仍将被进一步淘汰。

图 12：国内移动游戏 CP 规模及增速（万家/%）

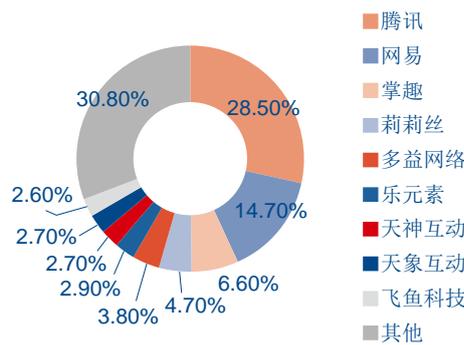


资料来源：TalkingData，中信证券研究部

从当前研发商的市场格局看，腾讯、网易两大游戏巨头拥有强大的竞争优势。根据易观智库的数据，腾讯、网易两大厂商在 2015 年和 2016 年 Q2 的合计市场份额分别为 43.2% 和 56.9%。

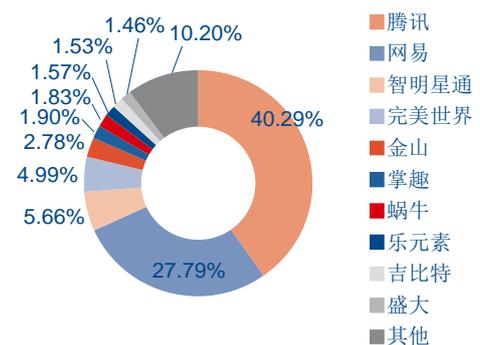
智明星通、掌趣科技等手游研发商和完美世界、盛大等传统端游厂商也凭借自身的制作能力跻身市场前列。我们认为随着研发商市场整合地不断开展，处于第一梯队的腾讯、网易将继续其领头地位；处于第二梯队，研发优势突出、坚持精品化路线的游戏厂商也将不断提升市场份额，这本轮的市场整合中胜出。

图 13：2015CP 市场格局



资料来源：易观智库，中信证券研究部

图 14：2016Q4CP 市场格局



资料来源：易观智库，中信证券研究部

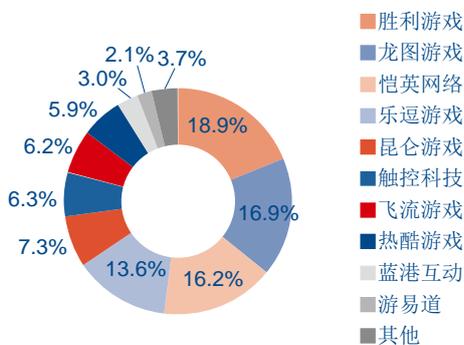
综合来看，我们认为手游研发领域处于市场整合阶段，行业集中度有望继续提高。随着手游精品化趋势日趋明显，中小厂商将在本轮整合中淘汰出局，具备较强研发实力、坚持精品化路线的游戏厂商将在本轮的市场整合中胜出。

发行商的模式也面临转型。国内移动游戏平台的集中度相对较高，而开发者较为分散，开发者与平台对接过程中需要中间渠道；此外，随着市场推广费用的上涨，大量移动游戏发行商无力进行市场推广与产品发行，需要专注于发行业务的厂商出现。

目前，国内共有 40 余家移动游戏发行商，市场格局基本保持稳定，各大厂商的实力相对均匀。中手游、恺英网络、龙图游戏、乐逗游戏等发行商排名靠前，且市占率在 15% 左右，随着产品发布周期的不同，排名略有变化。

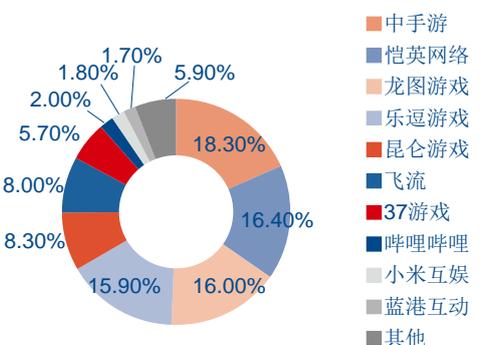
在移动游戏产业集中化不断提升的背景之下，拥有自主研发能力是在激烈市场竞争中胜出的第一要素。因此，以往单纯的发行模式将难以为继，发行商业务转型不可避免，进行产业链纵向拓展，研运一体化布局的趋势越发明显。

图 15：2015SP 市场格局



资料来源：易观智库，中信证券研究部

图 16：2016Q4SP 市场格局



资料来源：易观智库，中信证券研究部

表 1：移动游戏发行厂商的研运一体化布局

| 厂商 | 研运一体化布局 | 自研产品 |
|------|-----------------------------|-----------------------------|
| 昆仑游戏 | 组建研发工作室诺亚方舟 | 《无双剑姬》 |
| 中手游 | 打造新品牌胜利游戏，引进动漫、文学 IP | 《决战沙城》、《拳皇 97 高清对战版》、《英雄本色》 |
| 热酷游戏 | 与研发商泰逢信息设立合资公司 | —— |
| 恺英网络 | 获得“传奇”页游、手游开发版权；入股游戏研发商浙江盛和 | —— |
| 天马时空 | 组建研发团队 | 《代号龙》 |

资料来源：腾讯网等媒体报道，中信证券研究部整理

我们认为游戏产业的精品化时代已经来临，用户对于游戏的制作水准要求越来越高。在市场竞争因素之下，游戏产业的集中度将会提高，腾讯、网易作为产业巨头，其地位将更加强势，有望持续瓜分游戏市场不断成长的行业红利。

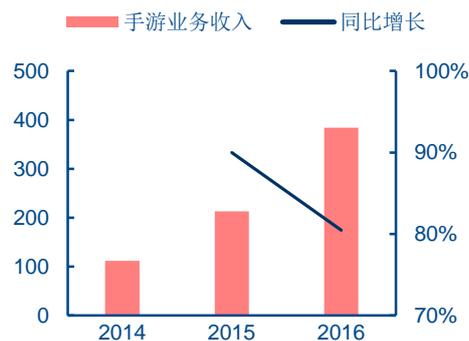
手游：寡头优势明显，成长势头仍然迅猛

行业地位：稳居龙头，自研代理齐头并进

腾讯自 2013 年开始进军手游业务，随着公司对于手游业务布局的强化，业务呈现了快速增长的态势。2016 年公司手游业务实现收入 384 亿元，同比增长 80.45%。2017 年第一季度，公司手游业务收入 129 亿元，同比增长 57%。从市场份额的角度看，2016 年腾讯占据了 44% 的份额，位居手游市场的龙头地位。国内的手机游戏市场近年来一直处于快速增长的阶段，腾讯已成为行业红利的最大掘金者，受益于手游行业的爆发，其收入和市场地位一直保持快速增长。

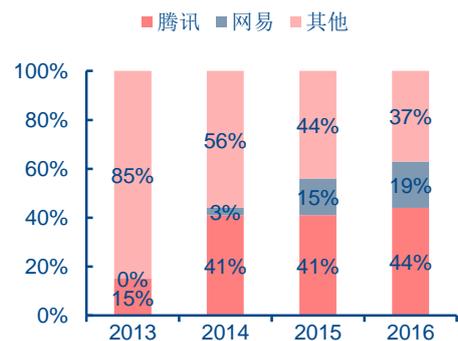
从季度数据看，腾讯手游业务一直维持季度的环比增长。2016 年 Q4 手游单季度收入突破 100 亿元；2017 年 Q1，受到《王者荣耀》、《穿越火线》、《龙之谷》等游戏的流水上涨推动，单季度环比增长达到 20.6%。

图 17：腾讯手游业务收入及同比增长（亿元/%）



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 18：移动游戏市场格局



资料来源：游戏工委、中信证券研究部

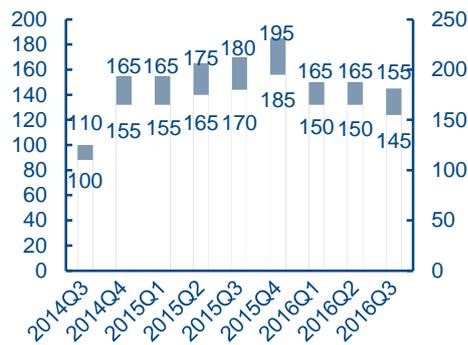
图 19：2014Q1-2016Q4 年腾讯手游业务季度收入及环比增长（亿元/%）



资料来源：公司公告、中信证券研究部

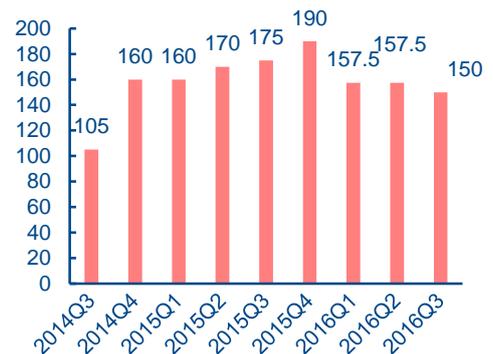
腾讯手游的 ARPU 一直维持高位，2016 年前三季度的 ARPU 中位数在 150-157.5 元之间，与 2015 年相比略有下降，我们认为下降的原因是公司在 2016 年扩大了手游产品的类型，更多轻度、中度的游戏相继推出，扩大了用户的规模，但却使得 ARPU 略有下滑。我们认为随着公司进一步强化中重度产品的市场地位，《王者荣耀》等产品的火爆将带动 ARPU 有所回升。

图 20：腾讯手游业务 ARPU（元）



资料来源：公司官网、中信证券研究部

图 21：腾讯手游 ARPU 的中值（元）

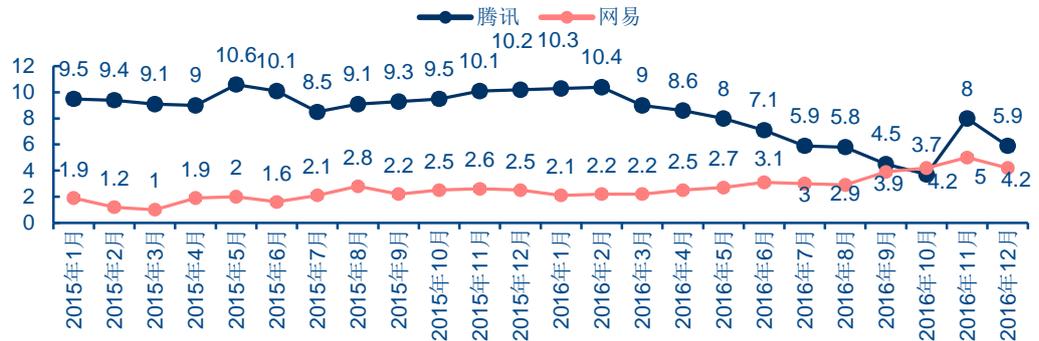


资料来源：公司官网、中信证券研究部

从游戏排名的角度，我们比较了腾讯与网易在 iOS 畅销排行榜前 20 中每月平均的游戏数量。自 2015 年 1 月至 2016 年初，腾讯排名在前 20 的游戏数量在 10 款左右。2016 年下半年，网易《阴阳师》等产品走高，腾讯的头部游戏数量略有下降。

2016 年底，随着腾讯的《王者荣耀》、《龙之谷》等产品进入高速增长期，腾讯手游产品重新走高。其中 2017 年 3 月上线的《龙之谷》在当月超越第二梯队的《阴阳师》和《梦幻西游》，位居第二。我们认为随着腾讯今年手游业务的推进，将有更多头部产品涌现，前 20 的数量有望恢复，维持在 7-8 款的水准。

图 22：腾讯与网易每月排名 iOS20 的游戏平均数量



资料来源：APP annie、中信证券研究部

腾讯手游产品呈现了以下几点特征：

- (1) **游戏品类丰富。**腾讯手游产品包括了 MOBA、角色扮演、动作类、棋牌类等从轻度到重度的多种类型，且在各个领域都体现了较强的竞争优势。产品种类的广泛覆盖也扩展了腾讯游戏的用户群体，包含了更加多元化的人群。
- (2) **自研和代理齐头并进。**一方面，腾讯旗下的量子、卧龙等游戏工作室为腾讯研发众多优秀的自研产品，如《王者荣耀》、《火影忍者》等；另一方面，腾讯与研发商（包括西山居、盛大游戏、完美世界等）合作，代理了《天龙八部》、《龙之谷》等游戏。

表 2：腾讯的头部手游产品

| iOS 畅销榜排名 | 游戏 | 类型 | 自研/代理 | 研发商 |
|-----------|-------|--------|-------|----------------|
| 1 | 王者荣耀 | MOBA | 自研 | 腾讯 Timi 工作室 |
| 2 | 天龙八部 | 角色扮演 | 代理 | 畅游 |
| 7 | 火影忍者 | 动作游戏 | 自研 | 腾讯魔方工作室 |
| 8 | 龙之谷 | 角色扮演 | 代理 | 盛大游戏、欢乐互娱 |
| 12 | 剑侠情缘 | MMORPG | 代理 | 西山居 |
| 18 | 欢乐斗地主 | 棋牌游戏 | 自研 | 腾讯游戏 |
| 25 | 梦幻诛仙 | 角色扮演 | 代理 | 祖龙科技有限公司 |
| 33 | 御龙在天 | MMORPG | 自研 | 腾讯游戏 |
| 35 | 穿越火线 | 射击游戏 | 自研 | smilegate、腾讯游戏 |
| 42 | 传奇世界 | MMORPG | 代理 | 盛大游戏 |

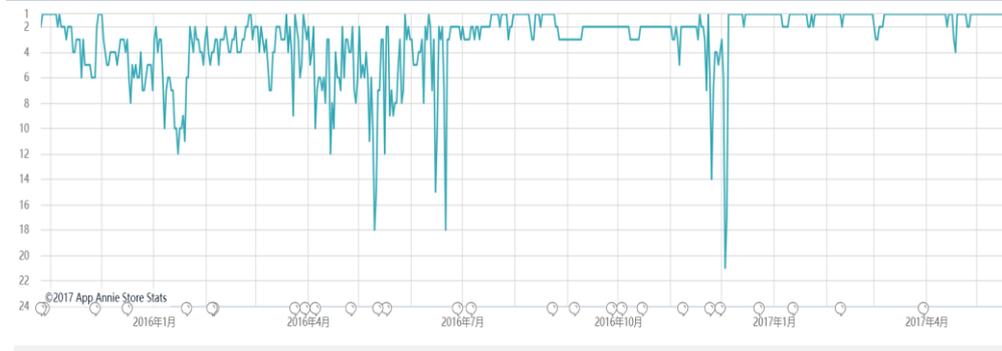
资料来源：App Store（排名为 2017 年 5 月 22 日数据），中信证券研究部

《王者荣耀》垄断 MOBA 市场，成长前景仍然广阔

《王者荣耀》是 MOBA 手游，游戏中的玩法以竞技对战为主，玩家之间进行 1V1、3V3、5V5 等多种方式的 PVP 对战，还可以参加游戏的冒险模式，进行 PVE 的闯关模式，在满足条件后可以参加游戏的年度排位赛等。

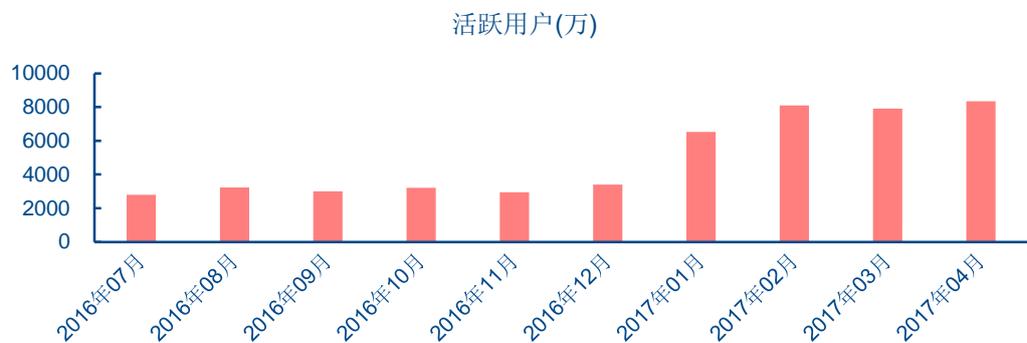
《王者荣耀》是由腾讯旗下的 Timi 工作室开发，改编自端游版的《英雄联盟》，但在此基础上腾讯团队又结合国内手游玩家的特点进行了创新，自己开发并运营，2015 年 11 月 26 日在 Android 和 IOS 平台上公测，受到了国内和国外玩家的追捧。《王者荣耀》的顶峰期 DAU 超过 8000 万，月流水超过 30 亿元，在 iOS 畅销排行上稳居第一，在 MOBA 游戏上远超竞争对手，树立了绝对优势。

图 23: 王者荣耀的排名



资料来源: App annie, 中信证券研究部绘制

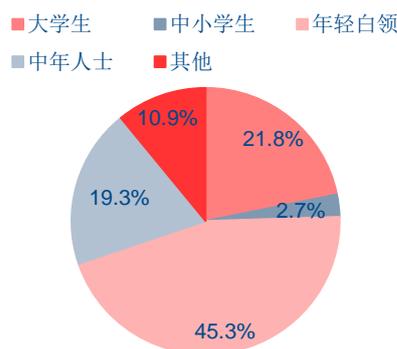
图 24: 王者荣耀的活跃用户 (万)



资料来源: 易观千帆, 中信证券研究部绘制

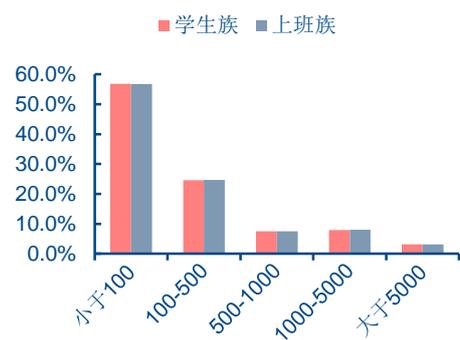
从用户年龄分布的角度看,大学生和年轻白领分别占据了 21.8%和 45.3%,是《王者荣耀》的主要用户群;从付费额度的角度看(近 30 天付费额度),有 57%的用户付费在 100 元以下,25%的用户付费在 100-500 元。

图 25: 《王者荣耀》用户年龄分布



资料来源: Talking Data、中信证券研究部

图 26: 用户近 30 天付费额度



资料来源: Talking Data、中信证券研究部

我们认为《王者荣耀》的成功首先是基于腾讯对于 MOBA 游戏市场敏锐的把握。《王者荣耀》于 2015 年 Q3 推出,当时的手游产品以 RPG、休闲、棋牌、回合制等为主,MOBA 类游戏仍然处于蓝海市场。而带有竞技色彩的 MOBA 端游在全球风靡已久,LOL 和 DOTA2 等端游 MOBA 为全球培养了十亿级的用户群体。因此,MOBA 类手游的市场空间巨大,《王者荣耀》的推出弥补了这一市场空白。

其次，腾讯优秀的研发和运营能力使得《王者荣耀》成为一款顶级的 MOBA 产品。《王者荣耀》改编自端游 LOL，本身 IP 带来大量的用户群。研发团队根据手游特点，进行适当简化，方便玩家上手操作。同时，MOBA 手游对于手机型号的适配性、网络环节的延迟等要求较高，研发团队解决了相关的技术问题，保证了良好的用户体验。

第三，腾讯社交网络助力《王者荣耀》成为爆款。MOBA 属于竞技类游戏，带有较强的社交属性。腾讯坐拥微信和 QQ 两大社交平台，用户与好友建立游戏的社交之后，玩家形成集群效应，使得用户规模迅速扩张。

基于 MOBA 游戏的规模效应，我们对《王者荣耀》的长期成长性保持乐观态度。首先，《王者荣耀》采用 PVP 的玩法，即用户之间进行对抗，因此能保证较长的生命周期。在基本规则设定之后，对于运营更新的要求不高，不需要过于重度的版本迭代和升级。而与之对应的是 MMORPG，采用 PVP+PVE 玩法，其竞技玩法是基于内容产生的，新内容必须频繁推出以吸引玩家的投入，对于运营的压力较大，很难做到较长的生命周期。

表 3：不同手游品类的生命周期的对比

| | 代表游戏 | 游戏种类 | 玩法 | 运营压力 | 生命周期 |
|----------|----------|--------|------------------------|--------------------|------|
| 规则竞技类 | 王者荣耀、LOL | MOBA | PVP，用户之间进行对抗 | 基本规则设定后，对于运营更新要求不高 | 长 |
| 基于内容的规则类 | 阴阳师、梦幻西游 | MMORPG | PVP+PVE，存在用户与游戏资源对抗的因素 | 对内容版本更新要求高 | 短 |

资料来源：数据猿，中信证券研究部整理

其次，《王者荣耀》的付费策略较为平衡，降低了新用户进入门槛，提高了用户基数的天花板。《王者荣耀》采用竞技类玩法，“内容”层面的积累对于竞技本身影响较小，大部分付费点是外观、皮肤，不影响游戏的平衡性。这种模式之下，头部用户的 ARPU 不高，流水占比低，但是为新用户提供了友好的环境，使得玩家的参与度和留存率较高，拉高了用户规模的天花板。而在 MMORPG 游戏中，大 R 玩家对新手会形成绝对优势，造成新用户的进入门槛较高，很难扩张用户的规模。

表 4：不同手游品类的用户规模的对比

| | 代表游戏 | 游戏种类 | 社交因素 | 付费策略 | 付费用户分布 | 用户规模上限 |
|----------|----------|--------|------|-------------------------|-----------|--------|
| 规则竞技类 | 王者荣耀、LOL | MOBA | 强 | 外观、皮肤收费，不影响游戏平衡性 | 头部用户流水占比小 | 高 |
| 基于内容的规则类 | 阴阳师、梦幻西游 | MMORPG | 弱 | 老玩家前期的投入会碾压新玩家，新用户进入门槛高 | 头部用户流水占比高 | 低 |

资料来源：数据猿，中信证券研究部整理

第三，对照端游的 LOL 等产品，我们认为《王者荣耀》作为顶级的 MOBA 手游，其运营表现和商业开发仍然前景广阔。《王者荣耀》改编自端游 LOL（《英雄联盟》）。LOL 于 2009 年发行，2011 年国服上线，在全球运营 8 年，国内运营 6 年。根据腾讯 2017 年 UP 的公布，2017 年中国大陆地区 LOL 社区的活跃用户超过 1 亿，展现了 MOBA 游戏极强的生命力。

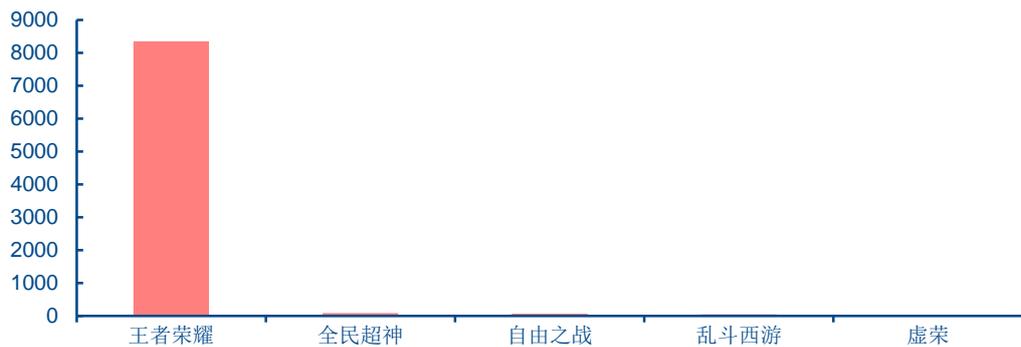
图 27：LOL 的百度指数多年一直维持高位



资料来源：百度，中信证券研究部绘制

同时，我们注意到《王者荣耀》垄断了 MOBA 手游的市场，其用户规模和热度远超其他 MOBA 产品。而且由于竞技类游戏的特性，MOBA 游戏一旦形成规模效应，很难被颠覆。此外，国内其他厂商未来几年的研发重点仍然放在 MMORPG、卡牌等类型的游戏，对于 MOBA 的涉足不多。

图 28：主要 MOBA 游戏活跃用户（万）



资料来源：易观千帆，中信证券研究部绘制

因此，我们认为在未来 3 年的时间之内，《王者荣耀》仍然将保持较高的活跃度，活跃用户将扩张至 1 亿以上。从商业化的角度看，《王者荣耀》目前仍处于商业化的早期。随着用户基数的不断扩大，包括虚拟道具的定价、场内抽奖等付费点仍然有待挖掘。

考虑到国内手游行业的持续繁荣，用户付费习惯的养成，国内手游市场将在未来 2 年保持 30%-40% 的增速。《王者荣耀》作为顶级的手游产品，享有庞大的用户基数、超高的 DAU 以及用户时长，其收入仍有望保持快速增长，未来 2 年仍存在 50% 的上升空间。

上线新作值得期待，代理合作加强产品储备

腾讯在 2017 年 UP 大会上公布了 16 款新产品，涵盖了 MMO、RPG、SLG、卡牌等多种类型的游戏。腾讯采用代理的形式，与众多研发商合作，加强了自身的产品储备。《拳皇命运》、《传奇霸业手游》、《剑网 3》、《奇迹觉醒》等手游是与西山居、三七互娱等研发商合作的代理产品，聚焦于 MMO、RPG 等传统领域，依托于经典 IP 的粉丝效应，打造精品手游。

除此以外，腾讯还扩大了游戏品类的覆盖程度，不断挖掘细分市场。《我的王朝》和《乱世王者》是腾讯进军 SLG（模拟游戏）领域的代表作品。同时，腾讯还推出卡牌手游《魔法

门之英雄无敌：战争纪元》，以及《QQ 飞车手游》，《QQ 炫舞手游》和《天天爱消除》等休闲竞技类游戏。

表 5：腾讯 2017 年推出的手游新品

| 游戏名称 | 代理合作/自研 | 游戏类型 | 研发公司 |
|---------------|---------|--------|---------------------|
| 剑网 3：指尖江湖 | 代理合作 | MMORPG | 西山居 |
| 魔力宝贝手游 | 代理合作 | MMORPG | SE 中国 |
| 轩辕传奇手游 | 自研 | MMORPG | 腾讯互动娱乐北极光工作室群 |
| 传奇霸业手游 | 代理合作 | MMORPG | 37 互娱极光网络 |
| 奇迹觉醒 | 代理合作 | MMORPG | 天马时空 |
| 天堂 2：誓言 | 代理合作 | MMORPG | Netmarble 网石 |
| 择天记手游 | 代理合作 | MMORPG | 无锡七酷 |
| 拳皇命运 | 代理合作 | MMORPG | 银汉游戏 |
| 寻仙手游 | 代理合作 | RPG | 像素公司 |
| 妖精的尾巴：魔导少年 | 自研 | RPG | 腾讯魔方工作室群 |
| 我的王朝 | 自研 | SLG | 腾讯光子工作室群旗下斯巴达工作室 |
| 乱世王者 | 自研 | SLG | 腾讯互动娱乐天美工作室群 |
| 魔法门之英雄无敌：战争纪元 | 代理合作 | 策略卡牌 | 玩蟹科技 |
| QQ 飞车手游 | 自研 | 赛车游戏 | 腾讯互动娱乐天美工作室群 J1 工作室 |
| QQ 炫舞手游 | 代理合作 | 音乐舞蹈游戏 | 北京永航科技 |
| 天天爱消除 | 自研 | 三消类 | 腾讯游戏 |

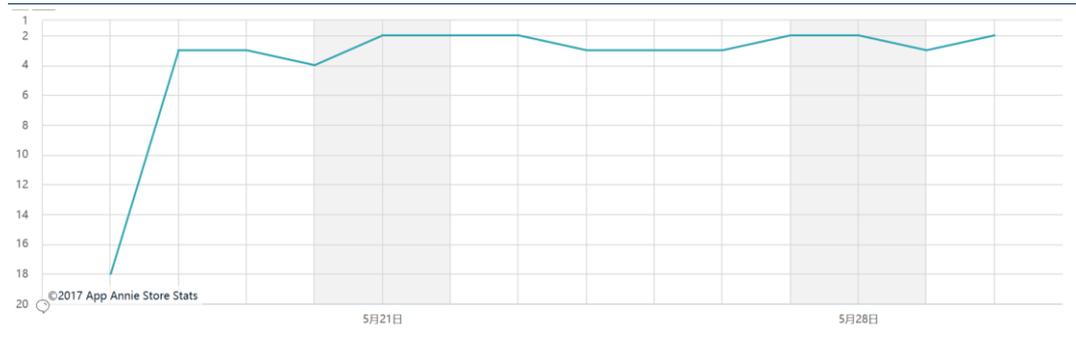
资料来源：公司网站，中信证券研究部

今年新上线产品中，《天龙八部》、《剑网 3》等作品值得期待。

《天龙八部》已于 2017 年 5 月正式上线，由畅游研发、腾讯代理发行进行全平台上线。上线之后位居畅销排行榜前 3。《天龙八部》是以端游 IP 改编的 MMO 手游。

在制作方面，《天龙八部》以 360 度的 3D 视角以及 CG 动画进行场景的还原，以优质的美术对于原著场景做出了完美的还原。在玩法方面，《天龙八部手游》将端游中的经典玩法移植的同时，也进行了与移动端的适配，并增添了创新的玩法，比如《英雄谱》。

图 29：《天龙八部》的排名



资料来源：APP annie、中信证券研究部

图 30:《天龙八部》手游的 360 度视角



资料来源：腾讯游戏、中信证券研究部

图 31:《天龙八部》手游增添了《英雄谱》



资料来源：游戏葡萄、中信证券研究部

《天龙八部》手游依托畅游的研发能力和腾讯的发行能力，有望成为腾讯游戏的下一爆款。《天龙八部》本身是经典的武侠 IP，也是畅游运营了 10 年之久的端游，先后制作了多款端游产品，积累了大量的忠实粉丝，将助力手游的推广。

除了 IP 的吸量能力，《天龙八部》的火爆也源于腾讯的推广发行。腾讯利用 QQ、微信、以及 QQ 音乐的社交网络，利用旗下的 QQ 音乐资源对《天龙八部》歌曲进行打榜，将《天龙八部》的游戏粉丝、影视剧粉丝、QQ 音乐用户纳入本次推广，而这些用户又基本涵盖在基于 QQ 与微信的腾讯用户体系中，极大地扩充了游戏的覆盖群体。

图 32:《天龙八部》的端游产品历经 10 年迭代



资料来源：腾讯游戏、中信证券研究部

图 33: 腾讯在 QQ 音乐上推广《天龙八部》



资料来源：游戏葡萄、中信证券研究部

《剑网 3: 指尖江湖》由金山旗下的西山居研发，腾讯代理运营的 MMO 游戏，将于 2017 年内上线。《剑网 3》本身是西山居一款经典的端游 IP。手游版本除了对 IP 核心内容进行传承和再现之外，还将在角色、战斗、社交等方面进行创新。

基于移动端的特点，《剑网 3》增添了更多的动作元素，包括各个角色技能的搭配、多角色切换的战术配置等；此外，手游版本基于 LBS 功能在社交和玩法上拓展，与腾讯的社交平台进行融合。

《剑侠情缘》由腾讯游戏和西山居工作室共同研发，腾讯负责运营。游戏的玩法是标准的 ARPG 体验，相比于一般手游的体力限制，剑侠情缘手游不仅仅没有体力的限制，在整体的地图的构建中可谓是鹤立鸡群，并没有采取一般游戏的细分关卡制度，而是利用巨大的地图使得所有的玩家都在广阔的大地图之中同屏展现，除去安全区之外，玩家可以在野外进行畅快的 PK。世界地图的每一个大地图都会带来不同的地形外貌，让玩家不会因为单一的场景画面表现而感觉到厌倦。2016 年 6 月份推出后，在 ARPG 领域长达 3 个月排名第一，最近一个月排名第 7，活跃用户历史达到了最高的 538.4 万人。

图 34：《剑网3：指尖江湖》手游



资料来源：腾讯游戏、中信证券研究部

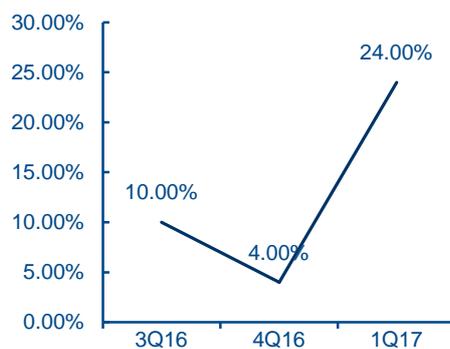
端游：行业龙头地位牢固，稳健增长可期

市场地位：稳步增长，位居行业领军者

尽管国内端游市场整体趋于稳定，但是作为端游市场的领军者，腾讯的端游收入仍然保持增长。2016 年 Q3、Q4、2017 年 Q1 连续 3 个季度的端游收入同比增长，增长率分别为 10%、4%和 24%。2016 年端游占腾讯整体游戏收入的比例为 46%。我们认为腾讯的端游业务仍将保持稳步的增长。

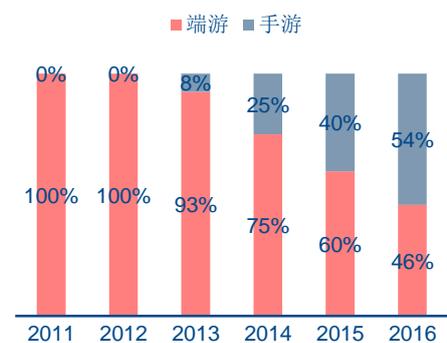
从端游市场的竞争格局看，2016 年腾讯占据了 56%的市场份额，远超其他竞争对手，在端游市场确立了绝对的龙头地位。

图 35：客户端游戏收入近 3 季度同比增速



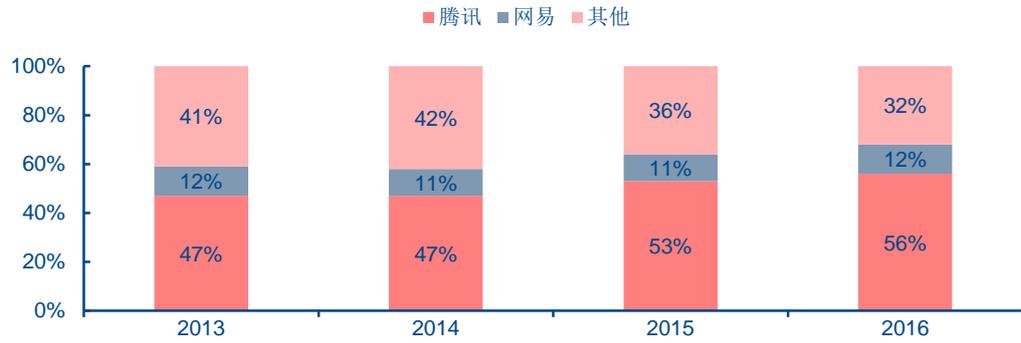
资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 36：2011-2016 年腾讯端游与移动游戏收入比重



资料来源：公司公告、中信证券研究部估算

图 37：端游的市场格局



资料来源：游戏工委、中信证券研究部

从腾讯的 ARPU 来看，MMOG 和 ACG 都维持高位，且稳步增长，体现出腾讯端游出色的吸金能力。2016 年 Q4，ACG 游戏的 ARPU 中位数为 233 元，MMOG 为 380 元，相比上一季度略有增长。

图 38：ACG 类型端游的 ARPU 中位数（元）



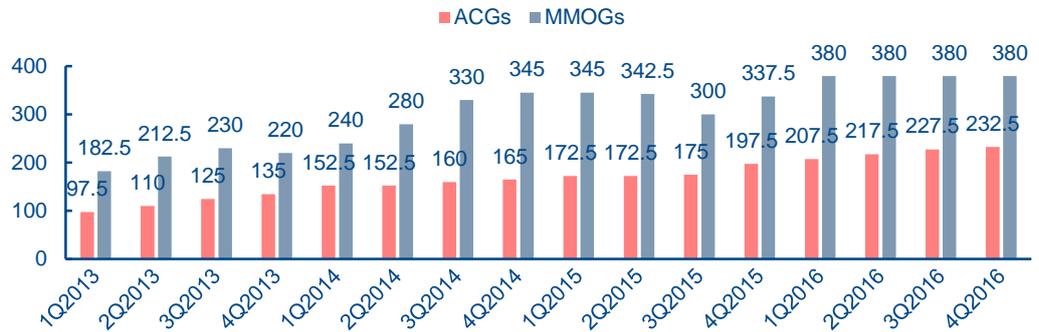
资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 39：MMOG 类型端游的 ARPU 中位数（元）



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 40：不同类型端游的 ARPU 中位数（元）



资料来源：公司公告、中信证券研究部

种类齐全,产品线丰富。目前腾讯运营的端游产品大小小有五六十款之多,覆盖 MOBA、FPS、RPG、赛车、音乐舞蹈、运动、棋牌等各个类别,市面上常见的各种类型的游戏腾讯都有涉猎,种类十分齐全。

在中重度游戏方面,腾讯端游主要有以 LOL、CF、DNF 为代表的 MOBA、FPS、TPS、RPG 等类型游戏;轻度游戏方面,主要有 QQ 飞车、QQ 炫舞、QQ 游戏为代表的赛车、音乐舞蹈、休闲棋牌等类型游戏。腾讯游戏的产品线之丰富,使得各类端游偏好者都可以被其覆盖、满足,经过这十余年的积淀,腾讯已经建立起了一个庞大的端游帝国。

图 41：腾讯官网排名前 10 的端游



资料来源：腾讯游戏，中信证券研究部绘制

重度游戏：获取头部玩家，核心三款贡献收入

腾讯的重度端游主要为核心三款游戏：《英雄联盟（LOL）》、《穿越火线（CF）》和《地下城与勇士（DNF）》，这三款游戏均为腾讯代理运营的国外热门游戏，其中《英雄联盟（LOL）》由美国拳头游戏（Riot Games）开发，《穿越火线（CF）》由韩国 Smile Gate 开发，《地下城与勇士（DnF）》由韩国 NEOPLE 开发。

这三款游戏贡献了腾讯端游的主要收入，吸引了大量的重度玩家，其特点为：充值消费能力强、游戏忠诚度高。目前，腾讯的这三款端游表现稳健，仍然保持了较高的用户活跃度

与粘性。我们认为腾讯在大型客户端游戏的运营方面已经树立了竞争壁垒，龙头地位稳定，端游收入有望维持稳健的增长。

图 42：核心的三款重度游戏（LOL、CF、DNF）



资料来源：腾讯游戏，中信证券研究部绘制

表 6：腾讯端游三大产品介绍

| | LOL | CF | DNF |
|----------|----------------------------|-------------------|---------|
| 类型 | MOBA | FPS | ARPG |
| 版权方 | Riot | SmileGate/ Neowiz | Neople |
| 原产国 | 美国 | 韩国 | 韩国 |
| 腾讯与研发方关系 | 全资收购 | 合作 | 合作 |
| 腾讯代理时间 | 2008年11月 | 2008年4月 | 2008年6月 |
| 游戏平台 | Microsoft Windows、Mac OS X | iOS、Android | PC |
| 玩家人数 | 多人 | 单人、多人 | 最多4人 |
| 游戏画面 | 3D | 3D | 2D |

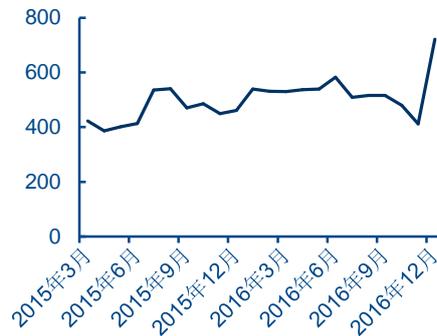
资料来源：腾讯游戏官网，中信证券研究部

LOL：《英雄联盟》

《英雄联盟》（简称 LOL）是美国 Riot Games 开发的英雄对战竞技网游，腾讯获得中国大陆代理权。LOL 2013 年收入为 6.24 亿美元，2014 年同比上升 51.60% 达到 9.46 亿美元，2015 年同比上升 72.09% 达到 16.28 亿美元，2016 年同比上升 4.42% 达到 17 亿美元。

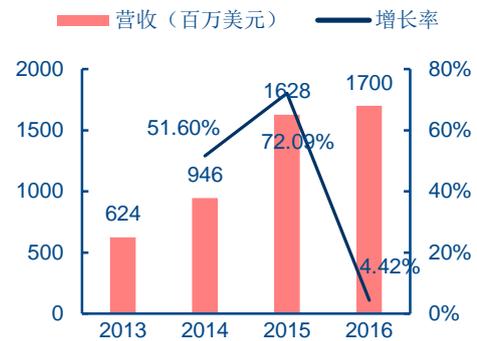
2011 年 2 月 18 日腾讯收购 Riot Games，交易总金额为 16.79 亿元，其中包含现金 15.25 亿元（约合 2.31 亿美元）和现有股权认沽期权价值 1.55 亿元。此次交易前腾讯持有 Riot Games 22.34% 的股份，完成交易后持股 820.95 万股，比例达到 92.78%。这意味着本次交易对 Riot Games 的估值达到 21.68 亿元（约合 3.41 亿美元）。完成此次交易后，Riot Games 成为腾讯控股的首家美国公司，仍由原创始人及管理团队全权负责，独立运作。2015 年 12 月 Riot Games 宣布腾讯收购了公司剩余股份，腾讯实现了对这家公司 100% 控股。

图 43: LOL 网吧启动次数 (百万次)



资料来源: 顺网科技、中信证券研究部

图 44: LOL 全球收入 (百万美元)

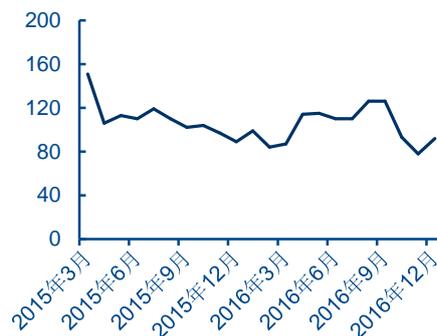


资料来源: Superdata、中信证券研究部

CF: 《穿越火线》

《穿越火线》(简称 CF) 是韩国 Smile Gate 公司和韩国 Neowiz 在 2007 年推出的次时代网络枪战游戏大作, 是一款第一人称射击游戏。腾讯于 2008 年 4 月开始正式运营《穿越火线》端游; 2013 年 4 月 18 日腾讯游戏于 up+ 腾讯游戏年度发布会上宣布将与 SmileGate 开展进一步战略合作; 2015 年 11 月, 腾讯宣布与 SmileGate 就《穿越火线》在中国大陆地区的运营达成续约协议。

图 45: CF 网吧启动次数 (百万次)



资料来源: 顺网科技、中信证券研究部

图 46: CF 全球收入 (百万美元)



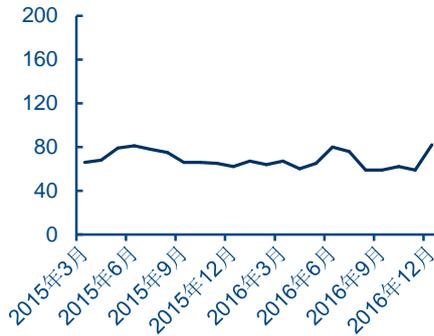
资料来源: Superdata、中信证券研究部

CF 2013 年收入为 9.57 亿美元, 2014 年同比上升 6.27%, 达到 8.97 亿美元, 2015 年同比上升 23.75%, 达到 11.1 亿美元, 2016 年同比下降 0.90%, 为 11 亿美元。

DNF: 《地下城与勇士》

《地下城与勇士》(简称 DNF) 是一款韩国网络游戏公司 Neople 开发的免费角色扮演 2D 游戏, 由三星电子发行, 并于 2005 年 8 月在韩国正式发布。2008 年腾讯游戏代理在中国发行。

图 47：DNF 网吧启动次数（百万次）



资料来源：顺网科技、中信证券研究部

图 48：DNF 全球收入（百万美元）



资料来源：Superdata、中信证券研究部

轻度游戏：自研为主，占据休闲、棋牌市场

腾讯轻度游戏主要分为休闲类和平台类。休闲类游戏又包括很多具体的游戏类型：动作类游戏《疾风之刃》；竞技对战类游戏《刀锋铁骑》；赛车竞速类游戏《QQ 音速》、《QQ 飞车》；休闲对战类游戏《QQ 堂》；音乐舞蹈类游戏《QQ 炫舞》、《QQ 炫舞 2》；运动类游戏《NBA2K Online》、《FIFA Online3》；棋牌类游戏《欢乐斗地主》、《欢乐斗牛》、《天天德州》等。平台类游戏以 QQ 游戏为依托，主要包括各种休闲小游戏和网页游戏。

腾讯轻度游戏依托于腾讯强大的社交用户基础，凭借在流量、用户、渠道、广告平台等方面的数量级优势，以及微信、QQ 等社交媒体平台的推广和账号互通来实现快速、有效、多次传播。腾讯轻度游戏致力于服务数量众多的长尾玩家，借助社交优势发掘长尾流量。

腾讯游戏采取自主研发、代理合作、联合运营三者结合的方式，已在网络游戏多个细分市场领域形成专业化布局并取得良好的市场业绩。腾讯游戏拥有强大的自主研发能力，自主研发团队包括天美、光子、魔方、极光 4 个工作室群，下辖约 20 个工作室，自主研发了《QQ 游戏》、《QQ 飞车》、《QQ 宠物》、《QQ 堂》、《轩辕传奇》等十余款游戏。

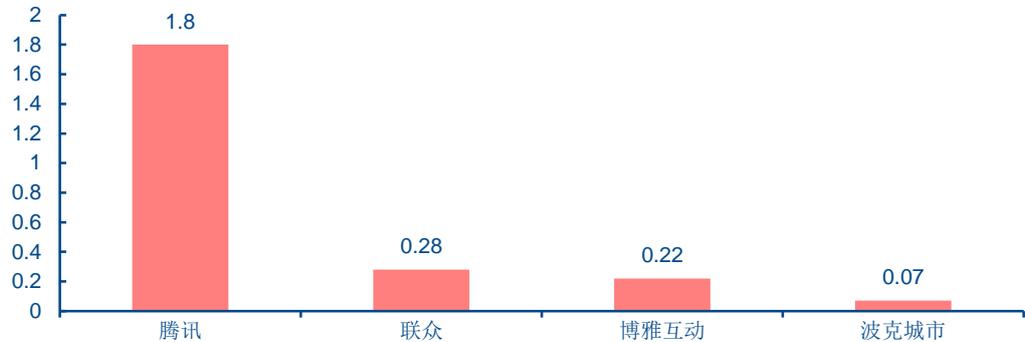
图 49：腾讯主要的轻度游戏



资料来源：腾讯游戏，中信证券研究部绘制

目前，腾讯在棋牌游戏领域占据了极强的市场地位。腾讯棋牌游戏的 MAU 达到了 1.8 亿，远超联众、博雅互动等竞争者。腾讯旗下的 QQ 游戏大厅拥有百款以上的游戏品类，拥有包括《天天德州》、《欢乐斗地主》等顶级的大众棋牌游戏。

图 50：主要棋牌游戏平台的 MAU（亿）



资料来源：伽马数据，中信证券研究部绘制

除了现有端游产品之外，腾讯于 2017 年 UP 大会公布了今年新的产品线，预计将有 9 款端游产品在年内上线，涵盖的游戏品类包括体育、竞速、射击等种类，扩大腾讯在端游领域的竞争力。

表 7：腾讯将上线的主要端游产品

| 游戏名称 | 游戏类型 | 研发商 | 特点 |
|-------------|--------|----------------------|---|
| 极品飞车 Online | 写实竞速游戏 | EA 首尔工作室, Spreadhead | 具有 23 年历史的 EA 赛车游戏《极品飞车》的经典传承，同时作为首款创新性结合写实和电竞的网络游戏。 |
| 火箭联盟 | 飞车球赛 | Psyonix | Psyonix 首款飞车球赛，海外市场发布两年，活跃用户超过 3,000 万，处于 T14 下载榜第一位，并将开启中国加入全球联赛的电竞之路。 |
| 百变球球 | 休闲竞技 | Ready At Dawn | 萌系视觉盛宴，百变高能战场。腾讯首款萌系休闲竞技网游，通过个人生存、团队生产、球场模式，使用场景浮空、旋转、抖动、倾斜等无限策略模式，竞技胜者为王。 |
| 虚幻争霸 | 英雄竞技 | Epic Games | 英雄竞技网游。Epic Games 开发，游戏由虚幻引擎 4 开发，融合了动作、射击和团队战术游戏的特色，增强了游戏操作的深度。4 月 25 日开始黎明测试。 |
| 枪火游侠 | 射击类游戏 | Hi-Rez Studios | FPS 和 MOBA 融合的游戏，国际服迅速集结 800 万玩家，多段布局，游戏平台包括 PC 端、主机端、移动端。7 月不删档测试。 |
| 变形金刚 | 射击类游戏 | 光子工作室 | 孩子宝官方正式授权的正版变形设计网游，光子工作室即将开启 5 月 18 日的限号不删档测试，并将与电影进行全方位合作。 |
| 流放之路 | 角色扮演 | Grinding Gear Games | 基于暗黑 2 的题材，继承了暗黑系列玩法的精髓，并在此基础上进行了自由度和深度的扩展，3.0 新赛季公测。 |
| 冒险岛 2 | 休闲竞技 | Nexon | 采用全 2.5D 画面，多角度展现“美年达工厂”、“Paul frank (大嘴猴)”、“bilibili”等合作元素。 |
| 火源计划 | 射击类游戏 | 英佩游戏 | 2017 年 5 月删档内测，9 月不删档内测，12 月不限号测试。 |

资料来源：腾讯 2017 年 UP 大会，中信证券研究部整理

竞争优势：渠道优势、强运营能力与品类广泛

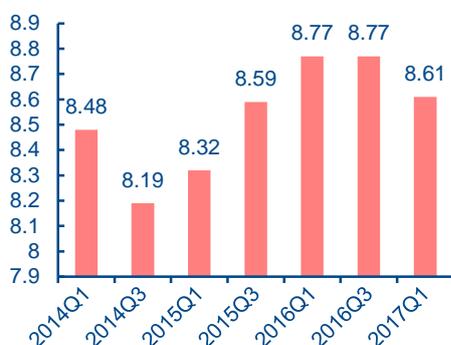
竞争优势之一：渠道优势强大，掘金行业红利

依托于社交平台建立的庞大用户群是腾讯游戏业务的核心优势。QQ、微信、应用宝成为腾讯游戏分发的三大渠道，聚拢了海量的用户优势。腾讯借助于游戏的平台优势，居于游戏产业链的话语权顶端，代理了众多研发商的游戏产品，成为行业红利的最大掘金者。

作为腾讯最早的两款社交产品，QQ 和 Qzone 的月活跃用户数依然维持在较高的位置。2017 年 Q1 的平均月活跃用户数分别为 8.61 亿和 6.32 亿。我们认为，QQ 和 Qzone 在国内已经聚大量的用户群，这两个产品的大量社交关系提高了用户停止使用产品的成本，我们预计未来 3-5 年两款应用仍然能够维持较好的人气。

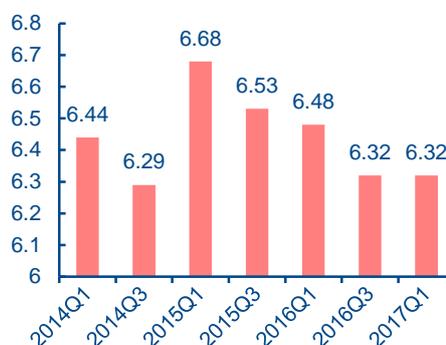
作为腾讯最核心的产品，微信在中国已成为活跃用户数最高的移动 App，根据腾讯官方公布的数据，2017 年 Q1 微信的月活跃人数已达到 8.89 亿人，相比去年同期增长 23%。

图 51: QQ 平均月活跃用户数 (亿)



资料来源：公司官网

图 52: Qzone 平均月活跃用户数 (亿)



资料来源：公司官网

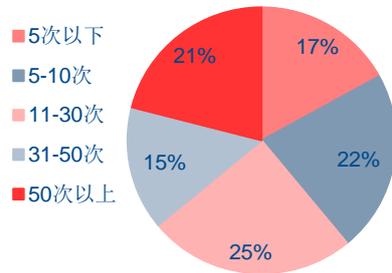
图 53: 微信月用户数 (亿)



资料来源：腾讯官网

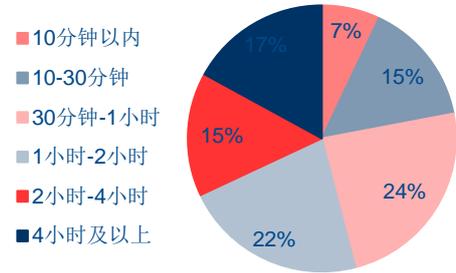
微信成为移动互联网网民的必备工具，具有高频高时长的特征。根据企鹅智库的统计，约有 83% 的微信用户每天打开微信 5 次以上；更有高达 21% 的用户每天打开微信的次数超过了 50 次。而用户花费在微信上的时间更是惊人的，54% 的用户每日使用微信的时间超过 1 小时，更有 17% 的用户每日使用时间在 4 小时以上。微信凭借极高的使用频次和时长，已经成为移动互联时代的“超级应用”，占据了用户大部分的时间。

图 54：用户打开微信次数统计



资料来源：企鹅智库《2016 微信数据化报告》

图 55：用户每日使用微信时长



资料来源：企鹅智库《2016 微信数据化报告》

端游时代，腾讯依托于 QQ 在 PC 互联网的渠道优势，依次成功推广了 CF、LOL 等端游大作，挖掘了端游的红利。移动互联网时代，微信和移动版 QQ 汇聚了庞大的用户流量及时间，成为移动互联网的核心入口，为移动游戏的分发的重要平台。尤其是带有社交元素的竞技、休闲、棋牌等类型的游戏，如《王者荣耀》、《欢乐斗地主》等，借助于腾讯的社交平台能够快速地进行推广。

腾讯手游有近 40%通过微信导入，微信推荐的游戏基本占据 IOS 畅销榜前 50，我们认为微信独特的导流能力将为腾讯带来无法比拟的优势，腾讯将持续维持其在手游行业的领军地位，巩固市场份额。

图 56：微信的游戏推广渠道



资料来源：微信

图 57：QQ 的游戏入口



资料来源：公司官网

应用宝是腾讯旗下的移动互联网应用分发渠道。2013 年腾讯将原手机管家（PC 版）更名为应用宝，并打通了 PC 端与移动端的应用分发体系。应用宝在接入软件数量和分发量方面都取得了快速地增长。截止 2016 年底，应用宝的月活跃用户数达到 1.84 亿，位列国内应用市场的第二名，成长为智能手机游戏在安卓系统市场的重要分发平台。

从国内第三方应用分发格局看，2016 年 Q3 应用宝、百度系、360 手机助手、阿里系合计占据了 93%的市场份额，形成了四强鼎立的格局，而其中应用宝市场份额为 25.3%，位居第一。应用宝作为游戏分发渠道为腾讯带来两方面的收益：（1）从游戏研发商手中获得游戏流水的分成；（2）以渠道优势助力自研产品的发行推广。

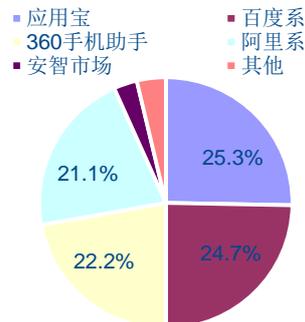
与其他的游戏分发渠道相比，腾讯本身具备在游戏开发和运营方面具备较强的经验。因此，应用宝的优势是依托腾讯游戏强大的运营实力和数据资源，对于游戏研发商能够提供更好的服务。腾讯在游戏的研发、发布、运营等阶段对于开发者提供了专业服务，从而吸引了更多的开发者入驻应用宝，树立了其在游戏分发领域的优势地位。

图 58: 2016 年 12 月手游渠道 MAU (万)



资料来源: 智研咨询, 中信证券研究部绘制

图 59: 2016 年 Q3 移动应用分发市场份额



资料来源: 比达咨询, 公司官网

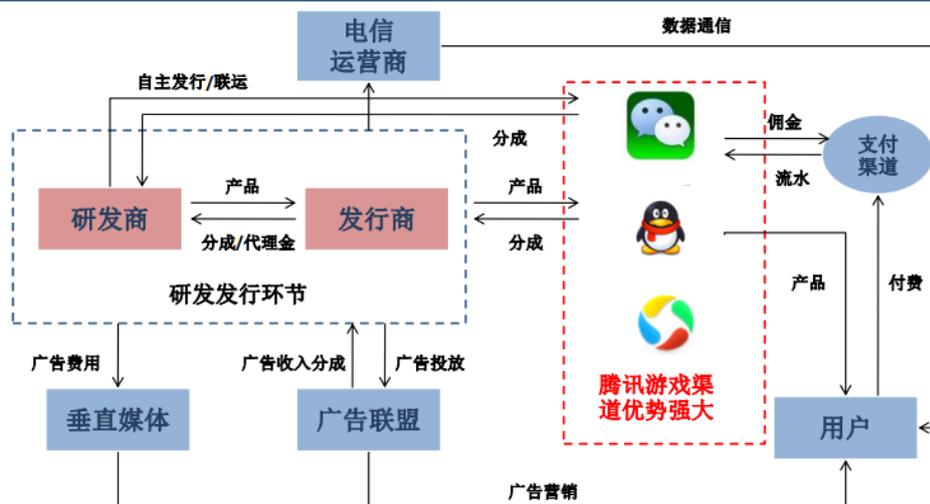
表 8: 2016 年 12 月 APP 下载次数及安装渠道来源

| 序号 | 渠道 | 下载次数 (万) | 安装次数 (万) | 新安装/下载 |
|----|-----------|----------|----------|--------|
| 1 | AppStore | 51965 | 51965 | 100.0% |
| 2 | 应用宝 | 24184 | 18881 | 78.1% |
| 3 | 百度手机助手 | 23292 | 18427 | 79.1% |
| 4 | 360 手机助手 | 20638 | 16799 | 81.4% |
| 5 | 小米应用商店 | 16640 | 14877 | 89.4% |
| 6 | 华为应用市场 | 15619 | 14288 | 91.5% |
| 7 | OPPO 软件商店 | 14572 | 12905 | 88.6% |
| 8 | vivo 应用商店 | 10843 | 8833 | 81.5% |
| 9 | 魅族应用商店 | 5749 | 5307 | 92.3% |
| 10 | pp 助手 | 4186 | 3348 | 80.0% |

资料来源: QuestMobile, 中信证券研究部

腾讯借助于渠道优势, 在游戏产业中占据了强有力的地位。腾讯与国内众多游戏研发商进行合作, 代理游戏的游戏产品, 在自有的游戏平台上进行分发, 获取流水分成。腾讯凭借这一模式, 一方面确保了把握了游戏的分发渠道, 能够远远不断地获得优秀游戏的供给, 规避了产品波动的风险; 另一方面, 腾讯在流水分成比例上享有极强的优势地位, 能够获得七成左右的流水分成, 甚至对于有些独家代理产品可以获得九成的比例。

图 60: 腾讯游戏树立了强大的渠道优势



资料来源: 中信证券研究部整理

竞争优势之二：秉承微创新理念，强运营能力突围

“微创新”已经嵌入腾讯的产品基因，成为支撑其不断壮大的核心理念。所谓“微创新”是指产品的商业模式和基础架构会模仿创造者，但是通过快速迭代，在大量的细节层面优化，为用户创造更好的体验，进而打败竞争对手，后来居上。

腾讯的第一款产品 QQ 是模仿美国的即时通讯软件 ICQ 的产品。1996 年 ICQ 诞生之后，风靡全球。此后，中文互联网世界出现了一系列即时通讯软件。腾讯作为后起之秀，凭借一系列技术创新在同类型软件中杀出重围：

(1) ICQ 全部信息储存于用户端，一旦用户更换终端登陆，之前存储的用户资料就消失了。而 QQ 将信息存储于云服务器，在任何终端登陆都可以获取之前的信息；

(2) ICQ 只能在好友在线时聊天，而 QQ 则开发了离线发送信息的功能，使得用户不能同时在线时也可以利用 QQ 传送信息；

(3) QQ 还开发了隐身聊天、个性化头像等创新，相对于功能简单的 ICQ，QQ 增添了更多的功能

最终，QQ 凭借一系列的微创新，不断更新迭代新的版本，为用户创造更优的用户体验，最终在 2000 年左右后来居上，成为即时通讯领域的霸主。

纵观腾讯的发展史，“微创新”成为腾讯克敌制胜的法宝，在帮助其在与 ICQ、聊天室、MSN 等产品竞争中脱颖而出。

表 9：腾讯产品的微创新

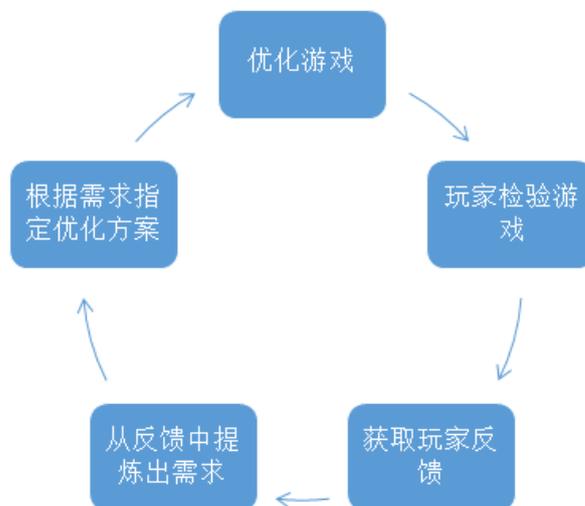
| 领域 | 产品 | 竞争对手 | 微创新 |
|--------|----------|-----------------|---|
| 即时通讯 | QQ | ICQ | 离线功能；云端存储；个性化头像 |
| | QQ 群 | 聊天室 | QQ 秀形象、群相册、QQ 空间 |
| 移动社交软件 | 企业版 QQ | MSN | 传送文件速度更快，文件断点续传，文件直接拖放窗口，共享文件夹，软键盘密码保护，个人名片 |
| | 微信 | LINE、国内其他移动社交产品 | 查看附近的人、相册和朋友圈功能、表情商店和游戏中心 |
| 游戏 | QQ 游戏大厅 | 国内休闲棋牌游戏厂商 | 自定义用户角色形象，侧边栏显示玩家历史战况，免费寻找对战玩家 |
| | CF 等端游产品 | 国内大型端游厂商 | 两年的时间推出了 22 个版本，平均每个月推出一个新版本，多种多样的模式、角色、枪械，不断优化操作体验，在道具收费模式下相对最合理与平衡的体系 |

资料来源：《腾讯传》，吴晓波；中信证券研究部

在腾讯步入游戏业务之后，也依靠“微创新”不断打败竞争对手，先后在棋牌游戏、大型网游等领域打败了竞争对手。腾讯游戏团队已经建立了完善的游戏优化创新流程，通过优化测试、用户反馈、提炼需求、进一步优化，短时间内大量迭代，实现产品的升级。

在进入棋牌游戏之后，腾讯通过快速迭代，以更精美的画面、更人性化的操作细节取胜。比如，2005 年的斗地主版本中，QQ 可以自定义用户角色形象，侧边栏显示玩家历史战况，背景清爽有美感；QQ 提供了自动加入寻找对手的功能，帮助玩家更快的进入牌局。QQ 游戏大厅以细节上的创新最终打败竞争对手，树立了棋牌游戏的竞争优势。

图 61：腾讯游戏的优化流程



资料来源：中信证券研究部绘制

在布局端游市场之时，腾讯作为后发者面临国内众多网游厂商的竞争。2007 年，腾讯从韩国购买了 CF 的国内运营权。CF 本身的游戏水准一般，画面质量和玩法设计没有太大的特色，在韩国市场差强人意，甚至在 2012 年就退出了韩国市场。腾讯在 2007 年购买之后进行了为期一年的深度开发才推向市场。

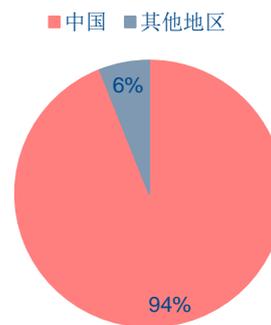
CF 在 2008 年 3 月推出后，到 2010 年 2 月，两年的时间推出了 22 个版本，平均每个月推出一个新版本，多种多样的模式、角色、枪械，不断优化的操作体验，在道具收费模式下相对最合理与平衡的体系。腾讯对于 CF 的改进，使得其在中国市场取得了成功。2016 年 CF 全球共计有 600 万活跃玩家，其中 94% 来自中国市场。CF 在中国市场的出色表现应当归功于腾讯的“微创新”和强运营能力带来的游戏质量升级。

图 62：腾讯运营改进 CF 画面质量



资料来源：CF 官网，中信证券研究部

图 63：CF 中国玩家占比



资料来源：CF 官网，中信证券研究部

竞争优势之三：覆盖种类广泛，不断开拓细分市场

开拓细分市场是腾讯一直坚持的市场战略。腾讯一直在寻找全新的蓝海市场，开辟新的市场空间。腾讯在游戏品类的覆盖程度上远超竞争对手，在 MMO、MOBA、SLG、动作类游戏都有重磅产品，从而确保能够抓住“风口”，不断扩大收入的“天花板”。

端游时代，网易、盛大等厂商以 MMORPG 作为主打类型，占据了市场的先机。腾讯作为游戏市场的后进入者，采取的策略是打开新的细分市场，拓展游戏的品类。腾讯游戏先后引入 FPS 类的游戏 CF、MMOG 游戏 DNF、MOBA 类游戏 LOL，这些类型的端游在当时仍

处于市场的空白期，腾讯打开了新的市场空间，塑造了自己独特的游戏特色，避免在 MMORPG 的红海市场与对手竞争。

表 10：腾讯端游细分市场的开拓

| 腾讯端游细分市场的开拓 | | | |
|-------------|---|--|---|
| 典型分类 | RPG | FPS | MOBA |
| 说明 | 在游戏中，玩家负责扮演某个角色在一个写实或虚构世界中活动。玩家负责扮演一个或多个角色，并在一个结构化规则下通过一些行动令所扮演的角色发展 | 以玩家的主观视角来进行射击游戏，玩家们不再像别的游戏一样操纵屏幕中的虚拟人物来进行游戏，而是身临其境的体验游戏带来的视觉冲击，大大增强了游戏的主动性和真实感 | 这类游戏的玩法是：在战斗中一般需要购买装备，玩家通常被分为两队，两队在分散的游戏地图中互相竞争，每个玩家都通过一个 RTS 风格的界面控制所选的角色 |
| 典型游戏 | 地下城与勇士（DnF） | 穿越火线（CF） | 英雄联盟（LOL） |
| 典型场景 |  |  |  |

资料来源：中信证券研究部整理

2013 年腾讯进军手游领域后，也不断在游戏品类上进行拓展。从早期的休闲社交类游戏《天天跑酷》、棋牌类《天天德州》等，到后期中重度的《王者荣耀》、《热血传奇》等，目前腾讯手游的类型涵盖了休闲、棋牌、ARPG、动作、MMORPG、策略、FPS、MOBA 等类型，游戏品类的覆盖度远超过竞争对手。

表 11：腾讯手游的品类排名靠前

| 类型 | 游戏名称 | iOS 畅销榜排名 |
|--------|---------------|-----------|
| 休闲 | 天天爱消除、欢乐麻将 | 28、47 |
| 棋牌 | 欢乐斗地主、天天德州 | 19、135 |
| MOBA | 王者荣耀 | 1 |
| MMORPG | 龙之谷、剑侠情缘 | 4、9 |
| FPS | 弹弹堂、穿越火线：枪战王者 | 18、23 |
| 策略 | 英雄杀、街头篮球 | 51、97 |

资料来源：APP Store，中信证券研究部

除了成熟品类之外，腾讯也在积极探索垂直细分品类的手游产品。2016 年市场出现了《阴阳师》、《Fate Grand Order》等二次元类型的游戏，验证了垂直细分品类的市场潜力巨大。女性向、音乐、军事等品类的游戏有望成为游戏市场的下一爆点，腾讯也在这类新兴市场布局，挖掘细分品类的风口。

2017 年 UP 大会上，腾讯发布了首批合作产品，小众新品类的产品包括了战舰竞技游戏《舰炮与鱼雷》、TCG 竞技卡牌游戏《卡片怪兽》、二次元音乐舞蹈游戏《初音未来》、女性向消除游戏《Hello Kitty 环球之旅》、2D 剪纸风格 RPG 游戏《无尽远征》和休闲竞技游戏《疯狂滚雪球 H5》（HTML5 游戏），这 6 款独立游戏各具特色，瞄准的是各垂直领域的小众玩家。

我们认为腾讯具备极强的产品敏锐度，在市场策略方面坚持因时布局，开拓垂直细分市场。

表 12：腾讯手游的种类广泛

| | | 社交性依次递增 | |
|------|---|--|---|
| 典型分类 | 休闲 | RPG、策略、动作等大部分游戏 | MOBA |
| 说明 | 游戏相对独立，社交性体现在游戏进程之外 | 团队合作是游戏重要组成部分，部分任务需要组队完成，或组队对完成有奖励 | 必须通过团队合作才能进行每局游戏 |
| 典型游戏 | 欢乐斗地主 | 龙之谷、剑侠情缘 | 王者荣耀 |
| 典型场景 |  |  |  |

资料来源：中信证券研究部整理

待开采的游戏宝藏：IP 和 WeGame

泛娱乐布局，扩张 IP 价值

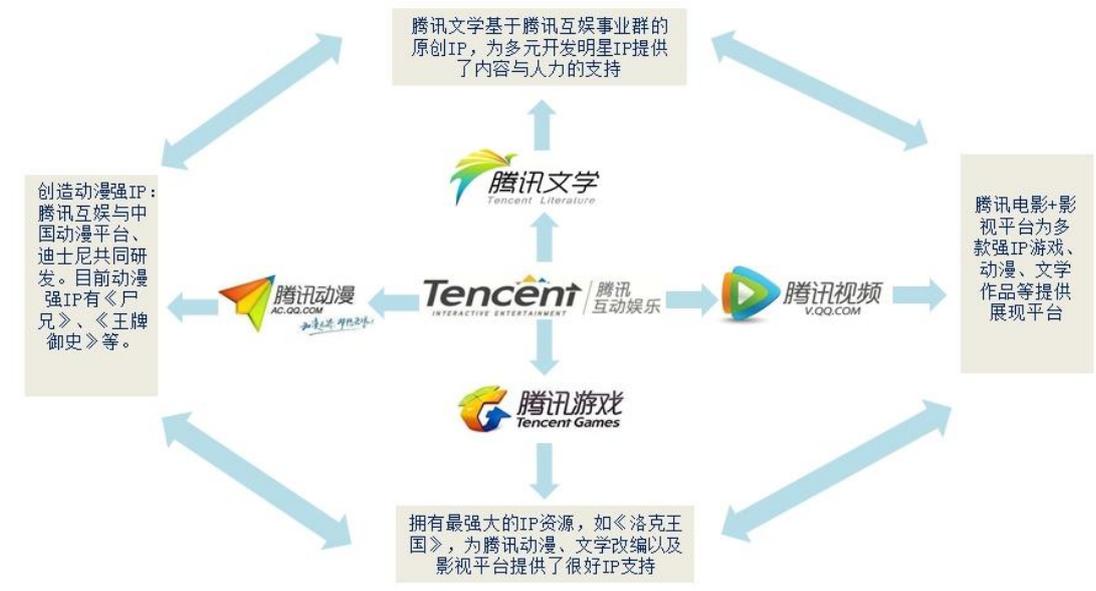
腾讯的互动娱乐事业群，主要负责以游戏为核心的娱乐内容输出和 IP 运营，旗下涵盖腾讯游戏、腾讯文学、腾讯动漫等多个互动娱乐平台，为用户提供包括网络游戏、文学、影视、动漫、戏剧等在内的多元化娱乐产品。腾讯立足于“泛娱乐”战略，通过打造明星 IP，实现影、游、漫的联动，构建泛 IP 娱乐生态。

表 13：腾讯泛娱乐事业群架构

| 部门 | 业务 |
|------|---|
| 腾讯游戏 | 全球领先的游戏开发和运营机构，也是国内最大的网络游戏社区 |
| 腾讯文学 | 腾讯文学拥有以男性阅读为主的“创世中文网”和主打女性市场的“云起书院”；移动端应用(APP)“QQ 阅读”和触屏网站“QQ 书城”两大移动阅读产品，以及以手机 QQ 阅读中心为代表的综合内容拓展渠道 |
| 腾讯动漫 | 以版权为核心，以培育原创为特色，包容漫画、动画、游戏、周边等环节，打造全动漫产业链 |
| 影视戏剧 | 以“品牌”、“文化”、“内容”多维度交互为目标，在文化产业融合中积极探索，尝试与影视产业、戏剧产业跨界联姻 |
| 版权授权 | 主要通过 IP 授权的衍生产物，为玩家提供多元化互动娱乐体验，培养游戏品牌文化，挖掘更丰富的品牌商业价值 |

资料来源：公司官网、中信证券研究部整理

图 64：腾讯游戏的泛娱乐生态



资料来源：中信证券研究部绘制

腾讯的泛娱乐布局则实行多元打造的理念，例如腾讯在进行《择天记》IP 开发的过程中，不仅牢牢掌控了 IP 版权，也在故事创作方面主打原创路线，在小说创作初期就开启泛娱乐变现计划。在《择天记》小说创作成都初期，就把游戏纳入了初期的开发计划。

《择天记》在运营的过程中，除了小说之外，包括端游、动画、台网剧、手游、电影等形式也进行了一体化开发，参与合作方除了腾讯旗下的部门之外，还包括了柠萌影业、巨人网络、三七互娱等，构建起了以 IP 为核心，动漫、游戏、影视互联互通的闭环链条。

表 14：《择天记》的 IP 运营

| 类型 | 版权方 | 发行方 | 发行时间 |
|-----|------------------|------|-------------|
| 小说 | 阅文集团/猫腻 | 腾讯文学 | 2014 年 5 月 |
| 端游 | 巨人网络 | 巨人网络 | 2014 年 11 月 |
| 动画 | 阅文集团/腾讯视频/东申影业 | 腾讯视频 | 2015 年 7 月 |
| 台网剧 | 腾讯影业/芒果 TV/阅文集团等 | 柠萌影业 | 2017 年 4 月 |
| 页游 | 三七互娱 | 三七互娱 | 2017 年 5 月 |
| 手游 | 腾讯游戏 | 腾讯游戏 | 2017 年 4 月 |
| 电影 | 柠萌影业/腾讯影业 | 待定 | 2017 年 |

资料来源：APP Store，中信证券研究部

腾讯通过十余年的布局，已经成为世界级别的移动游戏巨头，其发展历程带给我们的启示是：（1）腾讯的全产业链布局形成体系完整的平台效应，使其具备强大的产品开发能力，旗下精品游戏制作不断涌现；（2）打造 IP 共生模式，进行泛娱乐生态布局，使游戏与影视、动漫、文学等有机联动，扩张了单一游戏产品的价值空间。

WeGame 出炉，开拓单机游戏市场

2017 年 4 月，腾讯正式宣布将 TGP 平台更名为 WeGame。全新的 WeGame 平台客户端将于 7 月正式上线。升级后的 WeGame 将作为腾讯旗下的游戏整合平台，面向全球提供服务。

WeGame 的前身是腾讯游戏平台 TGP，上线时间为 2012 年 4 月。腾讯通过 LOL 这一爆款游戏将玩家带入 TGP。此后，腾讯将自研和代理游戏整合进入 TGP，包括 CF、DNF 等。截止 2017 年 4 月，TGP 覆盖用户数量超过 2 亿。

图 65：WeGame 平台定位



资料来源：WeGame 网站

除了端游之外，腾讯也在 TGP 上引入单机游戏。2016 年 10 月，TGP 上线了第一款单机游戏《饥荒联机版》。开服两周时间，《饥荒》销量突破 50 万份，11 月突破 100 万份。随后，TGP 增加了单机游戏的数量。《城市：天际线》、《圣女之歌-零》等先后在 TGP 发售。

表 15：TGP 上线的重要单机游戏

| 游戏 | 关注人数（万） | 上线时间 |
|--------|---------|---------|
| 饥荒联机版 | 33.1 | 2016.10 |
| 这是我的战争 | 8.5 | 2016.11 |
| 星露谷物语 | 5.7 | 2017.04 |
| 都市：天际线 | 5.2 | 2016.12 |
| 男孩与泡泡怪 | 4.1 | 2016.11 |
| 圣女之歌-零 | 2.5 | 2016.12 |

资料来源：公司官网、中信证券研究部整理

2016 年，中国游戏市场实际销售收入达到 1655.37 亿元，同比增长达到 17.7%，其中国产单机游戏占比仅达 0.4%，销售收入仅为 7 亿元左右。2016 年，《失落城堡》、《符石守护者》、《归家异途》等国产单机游戏在 Steam 平台上都达到了 10 万以上的销售量。之前受制于国内政策限制，国内单季游戏市场规模较小，但是后续成长潜力巨大。

目前，全球最大的单机游戏平台是 Steam。截止 2016 年底，Steam 在全球范围内已经拥有超过 2 亿用户，2017 年 4 月 11 日，数据平台 SteamSpy 上统计的 Steam 中国用户突破了 1850 万人。Steam 占据了全球范围内 75% 以上的单机游戏销售市场。2016 年，Steam 付费游戏销量达到 3.69 亿份，收入达 35 亿美元。

我们认为与 Steam 相比，WeGame 在开拓国内市场方面具备优势。（1）用户数量：WeGame “依托于腾讯和 TGP 既有用户，总数约 2 亿，而 Steam 用户约 1850 万；（2）游戏体验：WeGame 可以提供稳定国服，没有延迟、掉线等风险，体验优于 Steam；（3）政策优势：WeGame 在开拓国内用户方面，拥有政策优势，而 Steam 作为国外平台，会有政策风险。

我们认为 TGP 升级为 WeGame 彰显了腾讯对于单机游戏的野心。WeGame 将对标甚至超越国际游戏平台 Steam，有望成为国内单机游戏的重要分发平台，将单机游戏打造成为继端游、手游之后，下一个高速增长的游戏品类，为腾讯游戏业务打开新的成长空间。

表 16: WeGame 与 Steam 对比

| | WeGame | Steam |
|------|--------------------|--------------------|
| 代理销售 | 目前销售权较少 | 平台成熟，与大多数 3A 游戏有合作 |
| 用户数量 | 依托于 TGP 用户约 2 亿 | 国内用户约 1850 万 |
| 游戏体验 | 稳定国服，没有延迟、掉线等问题 | 没有稳定国服，存在延迟、掉线等问题 |
| 游戏汉化 | 提供统一汉化支持 | 没有汉化功能 |
| 附加系统 | 依托 QQ、微信，提供社交、直播功能 | 具备成就解锁和用户评价系统 |
| 政策支持 | 拥有政策优势 | 作为外资平台，在国内存在限制 |

资料来源：中信证券研究部整理

风险因素

游戏产品流水下滑的风险；手游产品受到政策监管的风险；A 股加入 MSCI 指数，稀释腾讯权重的风险；港股市场整体估值回调的风险等。

盈利预测、估值及投资评级

盈利预测

总营收

我们预计腾讯的总营收到 2017 年将达到 2346 亿元，其中增值服务 1526 亿元，网络广告 391 亿元，其他收入将达到 429 亿元。

表 17: 腾讯总营收预测（万元）

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 总营收 | 10,286,300 | 15,193,800 | 23,456,854 | 33,295,232 | 45,185,794 |
| 同比增长 (%) | 30% | 48% | 54% | 42% | 36% |
| 增值服务 | 8,066,900 | 10,781,000 | 15,256,704 | 20,878,909 | 27,802,942 |
| 同比增长 (%) | 27.4% | 33.6% | 41.5% | 36.9% | 33.2% |
| 网络游戏 | 5,658,700 | 7,084,400 | 9,563,940 | 12,624,401 | 16,411,721 |
| 同比增长 (%) | 26.4% | 25.2% | 35.0% | 32.0% | 30.0% |
| 订阅服务 | 2,408,200 | 3,696,600 | 5,692,764 | 8,254,508 | 11,391,221 |
| 同比增长 (%) | 29.8% | 53.5% | 54.0% | 45.0% | 38.0% |
| 网络广告 | 1,746,800 | 2,697,000 | 3,910,650 | 5,553,123 | 7,774,372 |
| 同比增长 (%) | 110% | 54% | 45% | 42% | 40% |
| 其他收入 | 472,600 | 1,715,800 | 4,289,500 | 6,863,200 | 9,608,480 |
| 同比增长 (%) | 84.54% | 263.06% | 150.00% | 60.00% | 40.00% |

资料来源：Wind、公司财报、中信证券研究部预测

净利润

我们预测，腾讯 2017 年的净利润将达到 597 亿元，2017 年到 2019 年的同比增长分别为 45%、37%、32%。

表 18：腾讯净利润预测

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 归属于母公司净利润（亿元） | 288 | 411 | 597 | 819 | 1082 |
| 同比增长(%) | 21% | 43% | 45% | 37% | 32% |

资料来源：Wind、公司财报、中信证券研究部预测

估值

我们认为，科技龙头公司的马太效应将持续，科技公司兼具产品、渠道、人才、资金优势，将在未来的市场竞争中占据先机。我们看好 FAAMG、以及阿里巴巴、腾讯为代表的科技龙头前景。2009 年科技股牛市以来，上述公司估值整体稳定，在手现金充沛、资产质量较好。在竞争不确定的前景之下，科技龙头亦是资金抱团取暖的选择。

我们对标了全球主要科技巨头的利润以及估值情况。腾讯的净利润从 2009 年的 8 亿美元增长至 2016 年的 60 亿美元，CAGR 为 34.4%，增长速度仅次于苹果。考虑到腾讯已经进入新一轮变现周期，手游业务的高景气度将带动公司业绩进一步高速增长。我们预计 2017 年腾讯的净利润将达到 597 亿元，同比增长 45%，其预期增速依然位居科技龙头前列，这将成为腾讯未来高估值的根基。

表 19：全球主要科技公司市值及净利润对比

| 公司 | 市值（亿美元） | | | 净利润（亿美元） | | |
|----------|---------|------------|-------|----------|------|-------|
| | 2009 | 2017 年 6 月 | CAGR | 2009 | 2016 | CAGR |
| 苹果 | 1896 | 8081 | 21.3% | 57 | 457 | 34.6% |
| 谷歌 | 1967 | 6947 | 18.3% | 65 | 195 | 16.9% |
| 微软 | 2706 | 5555 | 10.1% | 146 | 168 | 2.1% |
| 亚马逊 | 582 | 4829 | 32.6% | 9 | 24 | 14.8% |
| Facebook | — | 4484 | — | — | 102 | — |
| 阿里 | — | 3521 | — | — | 64 | — |
| 腾讯 | 321 | 3322 | 36.5% | 8 | 60 | 34.4% |

资料来源：Bloomberg、中信证券研究部（截止 2017 年 6 月 8 日）

游戏及微信的变现将带动公司利润持续增长，其中今年众多的手游产品问世将带动游戏业务持续快速增长。我们维持 2017/2018/2019 年净利润预测 597/819/1082 亿元，对应 EPS 为 6.30/8.64/11.41 元人民币。公司具备强粘性+长产业链，将成为极强稀缺性的全球互联网寡头。我们长期继续看好公司，比全球科技龙头的估值水平，考虑到公司业绩快速增长（2017 年 +45%）和其行业地位（华人社交圈的寡头优势），我们给予 47 倍 PE，对应目标价 334 港元，维持“买入”评级。

表 20：全球主要科技公司的估值情况

| 公司 | 市值(亿美元) | 净利润(亿美元) | | | PE (GAAP) | | | PB |
|----------|---------|----------|-----|-----|-----------|-----|-----|------|
| | | 16 | 17E | 18E | 16 | 17E | 18E | |
| 苹果 | 8081 | 457 | 470 | 529 | 19 | 17 | 15 | 6.0 |
| 谷歌 | 6947 | 195 | 240 | 285 | 35 | 29 | 24 | 4.8 |
| 微软 | 5555 | 168 | 196 | 231 | 39 | 24 | 24 | 8.0 |
| 亚马逊 | 4829 | 24 | 34 | 59 | 206 | 151 | 88 | 22.1 |
| Facebook | 4484 | 102 | 145 | 183 | 44 | 31 | 26 | 7.1 |
| 阿里 | 3521 | 64 | 78 | 109 | 50 | 34 | 24 | 7.5 |
| 腾讯 | 3322 | 60 | 84 | 109 | 54 | 39 | 31 | 11.6 |

资料来源：Bloomberg（含预测）、中信证券研究部（截至 2017 年 6 月 8 日）

表 21：腾讯盈利预测与估值表

| 项目/年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（亿元） | 1,029 | 1,523 | 2,346 | 3,330 | 4,519 |
| 增长率 YoY% | 30% | 48% | 54% | 42% | 36% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 288 | 411 | 597 | 819 | 1082 |
| 增长率 YoY% | 21% | 43% | 45% | 37% | 32% |
| 每股收益 EPS（元） | 3.06 | 4.33 | 6.30 | 8.64 | 11.41 |
| 净资产收益率 ROE% | 24% | 24% | 26% | 27% | 27% |
| PE | 78 | 55 | 38 | 28 | 21 |
| PB | 18.8 | 12.9 | 9.8 | 7.4 | 5.6 |

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 6 月 13 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上； |
| | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。