

# 以腾讯为例，看中国互联网巨头的历史与发展

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

联系电话：18621871887

二零一八年七月

研究助理：肖文瀚

联系邮箱：xiaowh@dwzq.com.cn

联系电话：18317047068

二零一八年七月

研究助理：李磊

联系邮箱：lilei@dwzq.com.cn

联系电话：13246623862

二零一八年七月

我们通过七大篇章，完整阐述以腾讯为例的互联网巨头当前面临的挑战与机遇，主要回答了以下问题：

## 1、作为中国互联网龙头企业，腾讯当前面临怎样的挑战？

- 我们认为腾讯的挑战主要分为内在增速压力与外部巨头竞争，网游业务的高基数与高权重一定程度上影响整体业务增长，外部则面临头条、阿里、硬核联盟等企业的竞争。

## 2、新老王牌交替，小程序有着怎样的诞生背景与作用？

- 小程序的诞生基于移动互联网红利褪去的大背景，应用生态面临改革需求，小程序加强了微信生态的兼容性，给予第三方企业服务、长尾电商、O2O等成长的环境，同时给予腾讯新的赛道切入可能。

## 3、腾讯未来业务发展有哪些新的支柱与新的看点？

- 我们认为广告业务将成为腾讯增长的第二曲线，微信正在逐步释放潜力，小程序广告可能成为新的黑马。相比美国社交广告占网络广告的比重，当前中国社交广告占比仍然偏低。而金融和云服务预计将成为腾讯中期到远期的增量看点，毛利率有望在未来几年呈现逐步上升的趋势。

## 4、展望整体移动互联网的时长发展，腾讯是否正在经历由盛转衰？

- 2017年以来短视频的出现压缩了原有领域的时长占比，腾讯似乎受到了最大的冲击，实际上即时通讯与腾讯系独立APP时长仍然处于健康发展态势，小程序正在以新的姿态切入更多业务，微信的“野心”可能不止于此。
- 风险提示：市场竞争加剧风险，政策监管风险，业务整合发展低于预期。

# 目录



■ 历史篇——复盘与概览

---

■ 挑战篇——内忧与外患

---

■ 老王牌——“定海神针”网游

---

■ 新王牌——小程序

---

■ 新支柱——广告变现

---

■ 新看点——金融与云

---

■ 展望篇——盛极而衰？

---

## 一、历史篇——复盘与概览

# 1.1 腾讯复盘与概览

## 1.1.1 腾讯上市至今历史回顾 (1) 2004.06-2010.12



资料来源：《腾讯传》，36kr，东吴证券研究所整理

注：黄色曲线为腾讯前复盘股价图，蓝色曲线为恒生指数。

# 1.1 腾讯复盘与概览

## 1.1.1 腾讯上市至今历史回顾 (2) 2011.01-2018.06

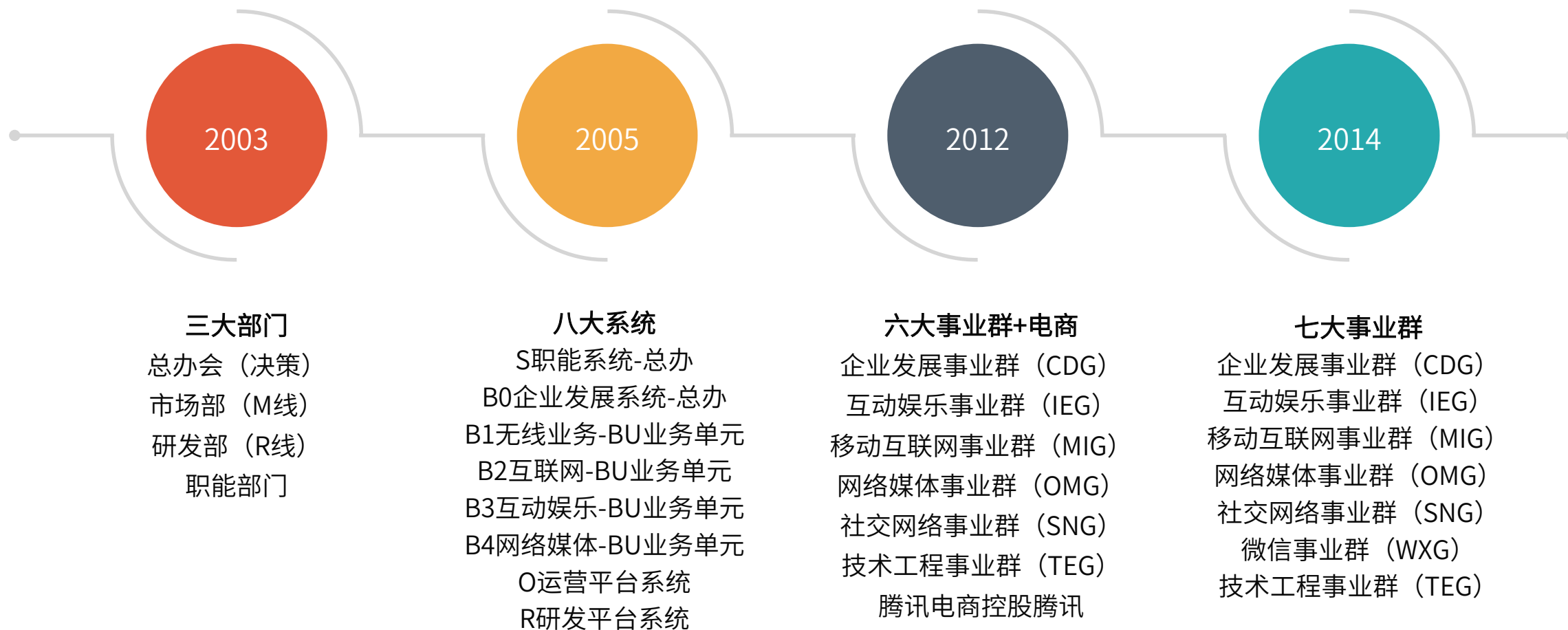


资料来源：《腾讯传》，36kr，QuestMobile，东吴证券研究所整理

注：黄色曲线为腾讯前复盘股价图，蓝色曲线为恒生指数。

# 1.1 腾讯复盘与概览

## 1.1.2 腾讯的组织架构



# 1.1 腾讯复盘与概览

## 1.1.2 腾讯的组织架构



- 互动娱乐事业群 (IEG)
- 移动互联网事业群 (MIG)
- 网络媒体事业群 (OMG)

### 创收大户



- 微信事业群 (WXG)



### 地位超然



- 社交网络事业群 (SNG)



### 黄埔军校



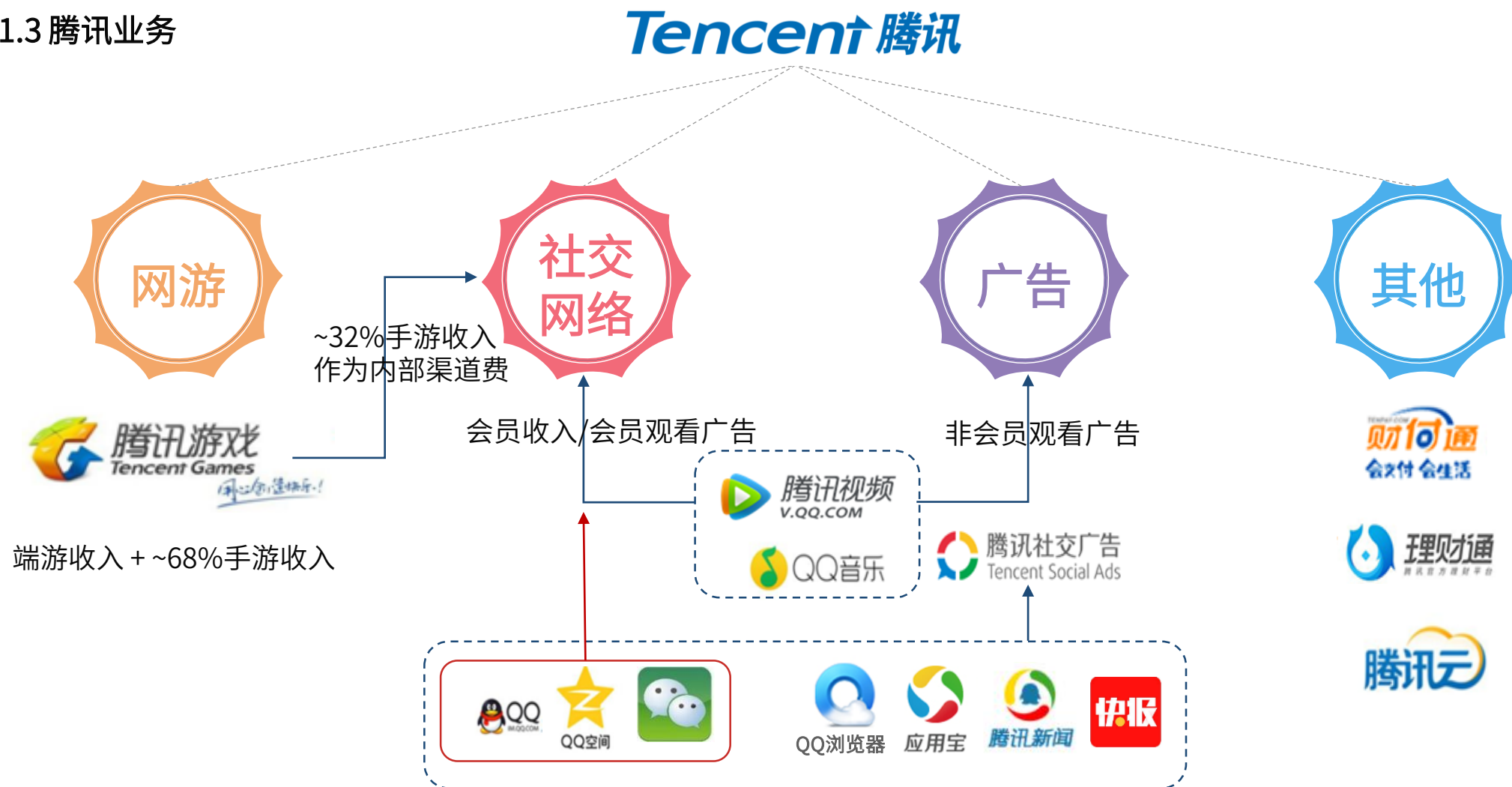
- 企业发展事业群 (CDG)



### 战略投资

# 1.1 腾讯复盘与概览

## 1.1.3 腾讯业务

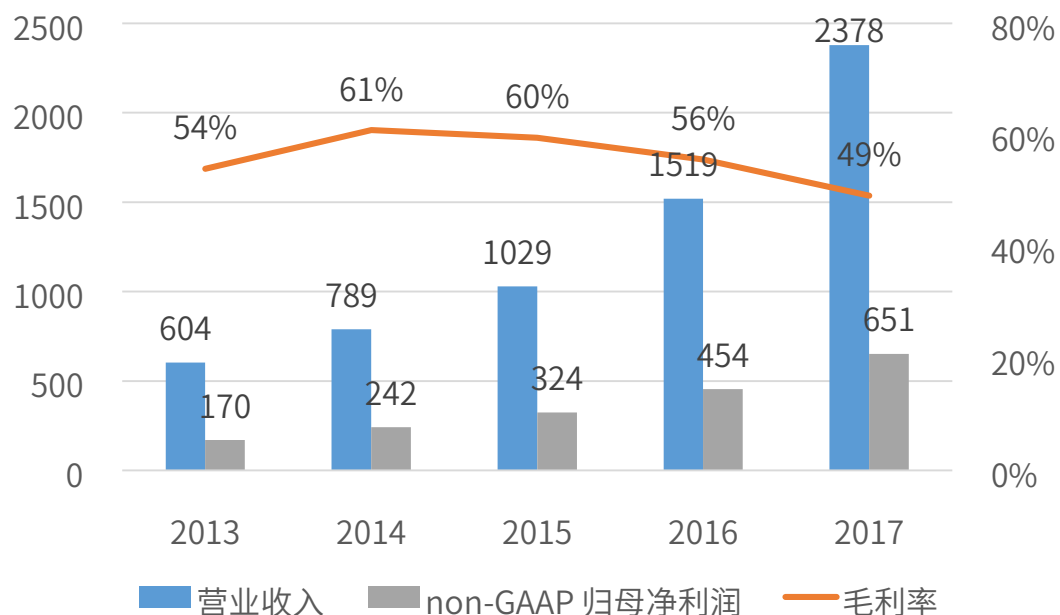


# 1.1 腾讯复盘与概览

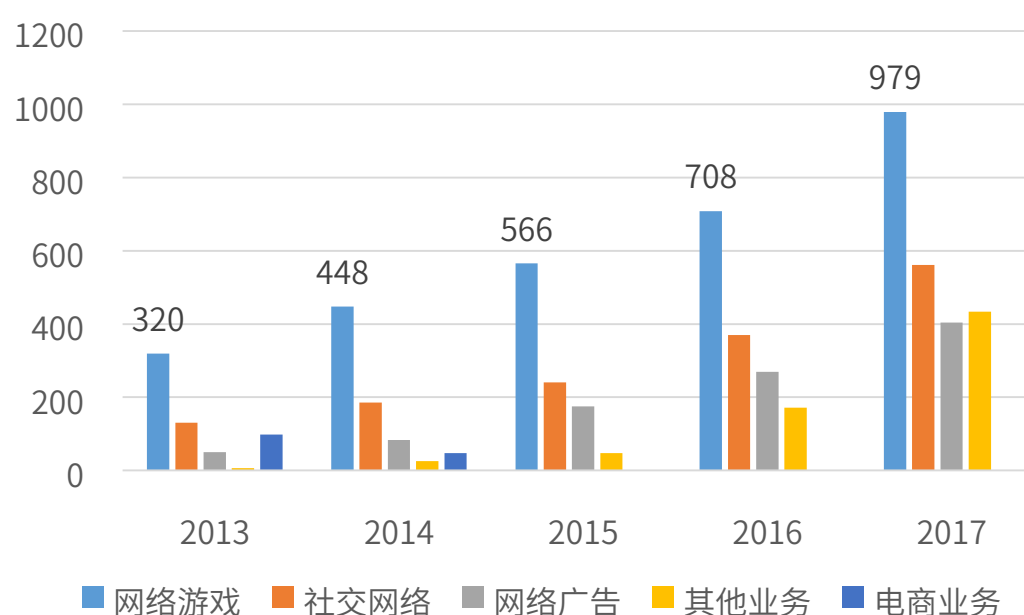
## 1.1.4 腾讯财务数据

- 腾讯过去5年的营收复合增速为**40.8%**，non-GAAP归母净利润的复合增速为**39.95%**，2017年毛利率下滑至49%，主要因为毛利较低的金融和云业务的高速增长。
- 业务拆分来看，网游收入过去5年的复合增速为**32.28%**，报表网游营收占比高达41%，2017年以金融、云服务为主的其他业务营收占比提升至18%。

图表：2013-2017腾讯营收、non-GAAP 归母净利润（亿元）与毛利率



图表：2013-2017 腾讯各项业务营业收入（亿元）

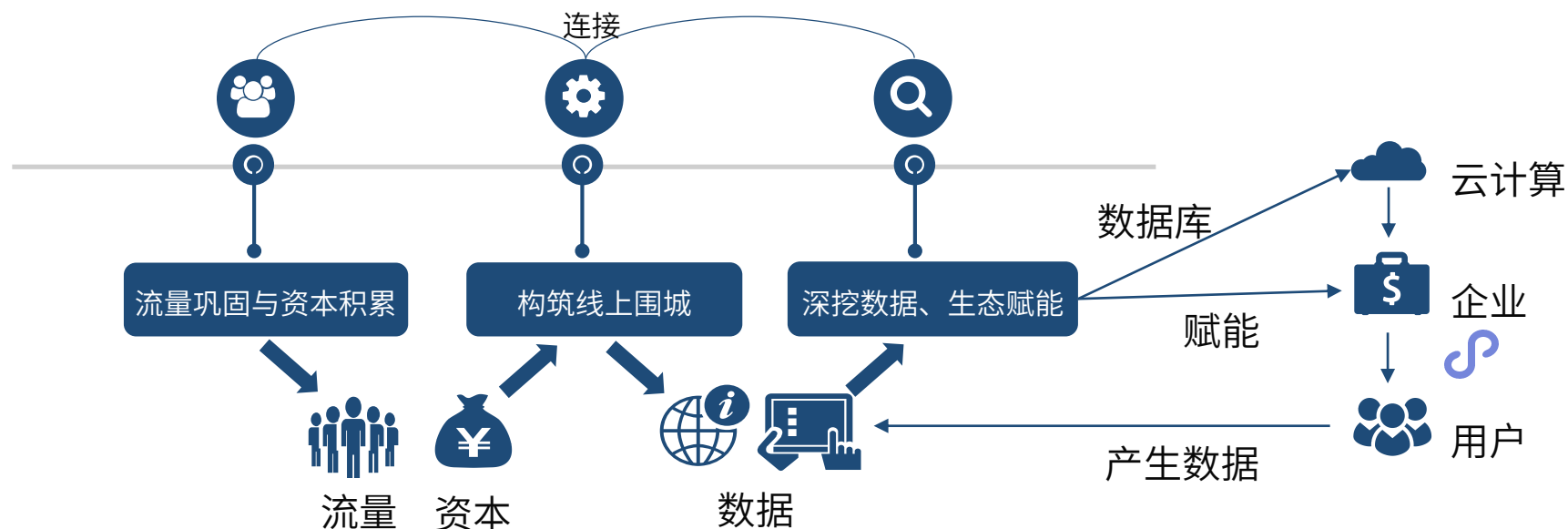


# 1.1 腾讯复盘与概览

## 1.1.5 三个发展阶段

- 随着快速发展与环境变化，我们根据战略重心的不同把腾讯的发展历程分为三个阶段：
- 1、流量巩固与资本积累阶段；2、流量与资本两大法宝构筑线上围城阶段；3、深挖数据与生态赋能阶段；**
- 在构建了泛娱乐为主的线上围城后，腾讯已进入到企业赋能与深挖数据的第三阶段。

图表：腾讯发展的三个阶段



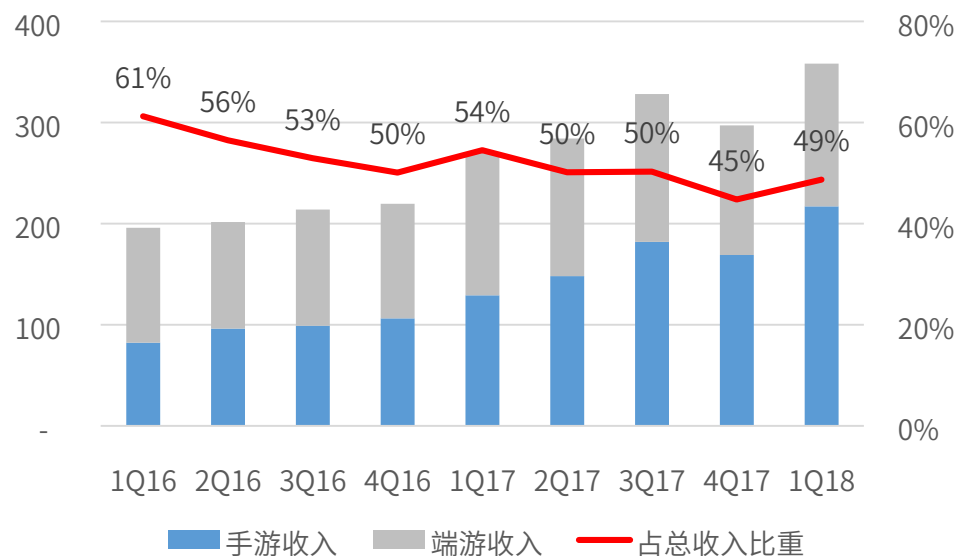
## 二、挑战篇——内忧与外患

## 2.1 内忧：网游权重依旧，挑战越发明显

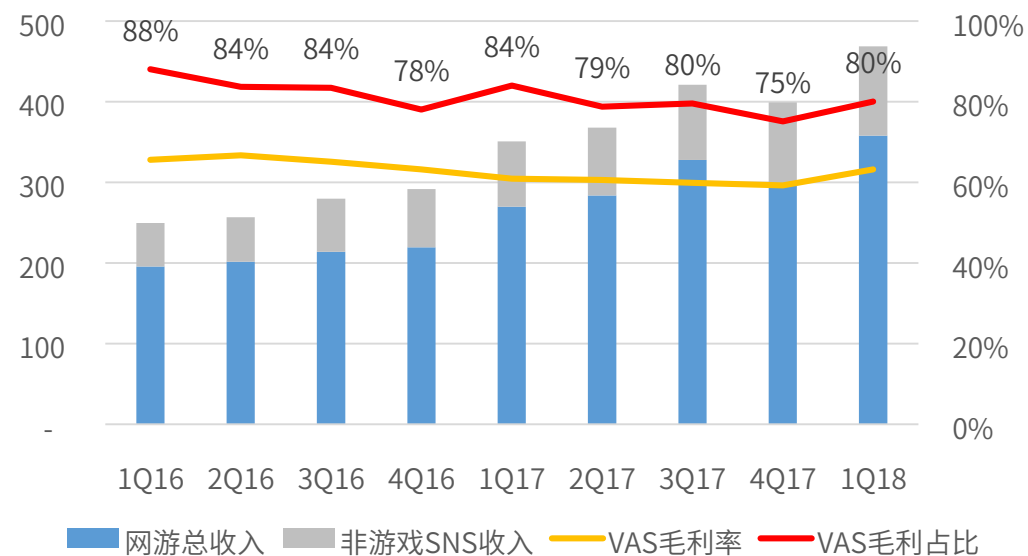
### 2.1.1 腾讯游戏：千亿营收的背后是转折点的到来

- 腾讯2017年端游与手游分别实现收入551亿元和628亿元，合计达到**1179亿元**。从季度营收占比来看，**手游+端游仍然占据腾讯接近50%的营收比重**。
- 从整体毛利占比来看，以网游收入为主的VAS业务贡献了腾讯**约80%的毛利**。
- **网游业务未来增速将很大程度影响腾讯业绩的增长，高基数意味着高挑战**。

图表：1Q16-1Q18腾讯季度端游+手游收入（亿元）与营收占比



图表：1Q16-1Q18腾讯季度VAS收入（亿元）、毛利率与毛利占比

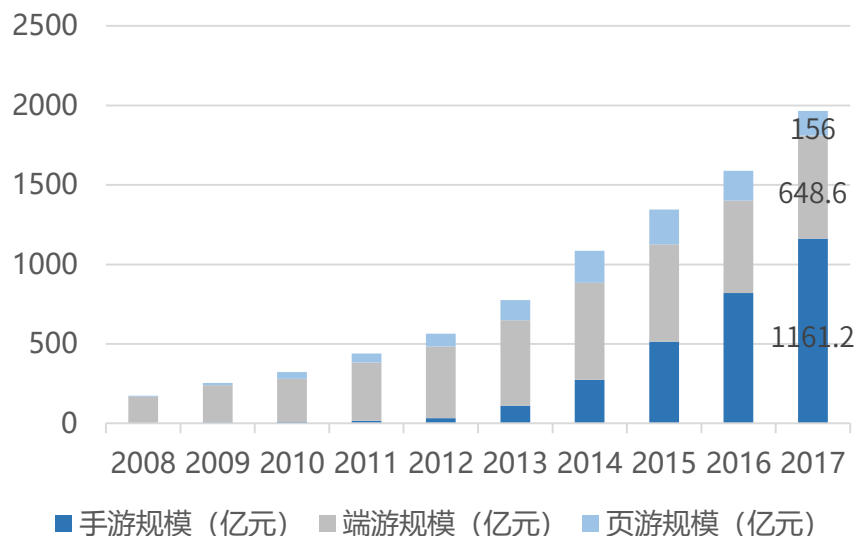


## 2.1 内忧：网游权重依旧，挑战越发明显

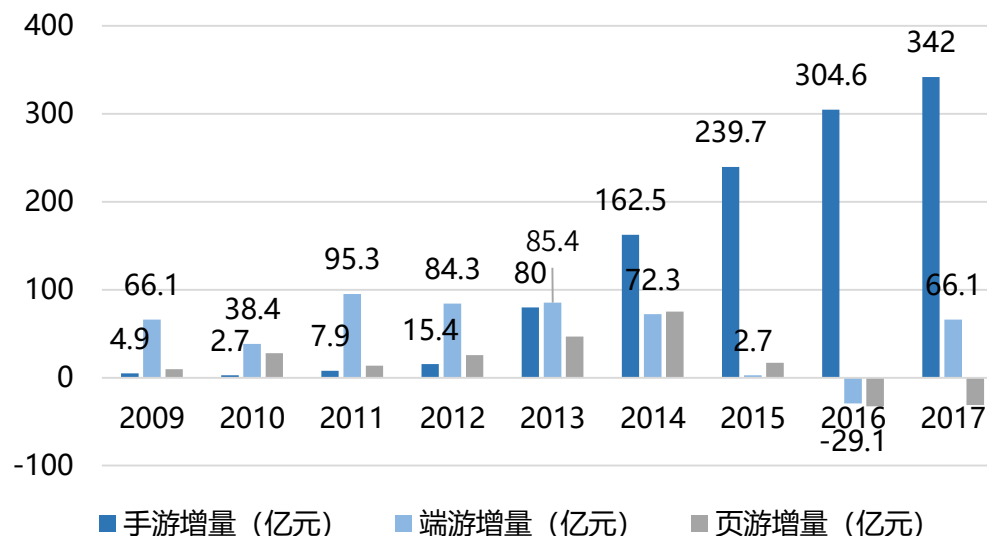
### 2.1.2 网游行业分析：手游依然是行业增长的核心驱动

- 根据游戏工委，2017年手游、端游、页游占中国游戏行业规模的96.5%，其中手游占比高达**57%**。
- 2017年380.4亿元的网游行业年度增量中，手游贡献了**342亿元**的增量。
- 相对而言，由于受到移动端的冲击，页游连续两年处于下滑阶段；端游2017年则在头部游戏与电竞上取得突破，市场规模再次回到600亿以上，长期来看，**手游依然是行业增长的核心驱动**。

图表：2008-2017年中国手游、端游与页游的市场规模情况



图表：2009-2017年中国游戏细分行业增量规模

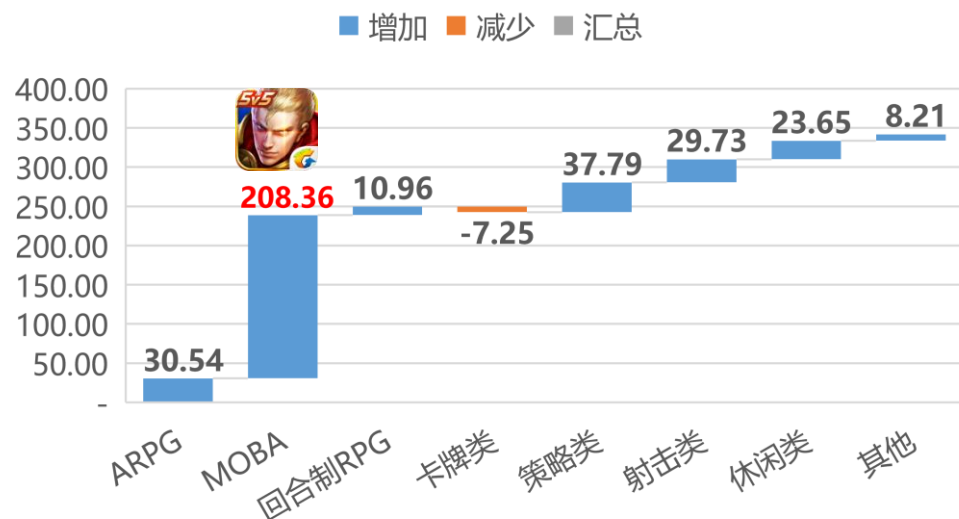


## 2.1 内忧：网游权重依旧，挑战越发明显

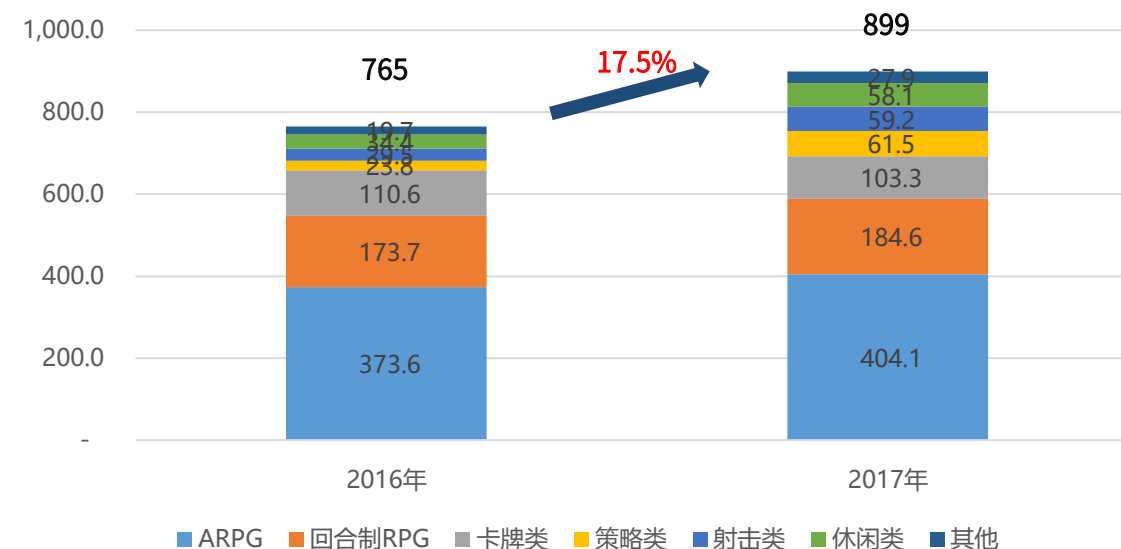
### 2.1.3 从增量看转折：扛着行业奔跑的腾讯

- 2017年手游行业的增量中，MOBA类贡献了**208.36亿元**的增量，策略类、ARPG、射击类、休闲类则分别贡献了20-40亿元的增量。假如剔除2017年MOBA的影响，手游行业增速降至**17.5%**。
- 腾讯的产品表现已成为手游行业增量的主要看点：2017年以《王者荣耀》为首的移动竞技成为了游戏行业的最大增量。
- 因此，在行业渗透率已接近饱和，如何维持网游业务的增长将是腾讯与行业共同面临的挑战。

图表：2017年中国手游各类型产品实际销售收入变化瀑布图（亿元）



图表：2016和2017年中国除MOBA手游市场各类型产品实际销售收入（亿元）

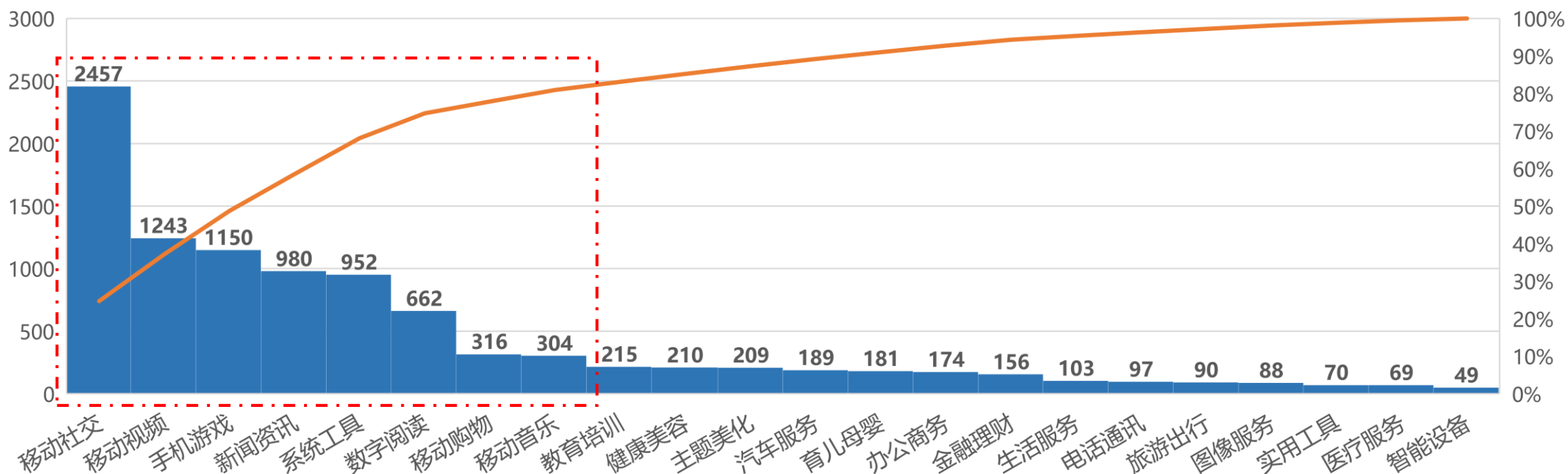


## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

### 2.2.1 腾讯的“大内容”战略——构筑线上的注意力“围城”

- 移动互联网时代，用户注意力的争夺已经从同类竞品转向全行业、全品类竞争。
- 根据QuestMobile2017年12月的数据，从“移动社交”到“移动音乐”的前八大细分行业合计占据单用户时长**8064分钟**（~134小时），占移动互联网用户约**80%**的时长。

图表：中国移动互联网2017年12月各细分行业用户时长（单位：分钟）



## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

### ■ 2.2.1 腾讯的“大内容”战略——构筑线上的注意力“围城”

- **构筑线上的注意力“围城”**：腾讯的“大内容”战略涵盖了网络游戏、数字内容与数字资讯：除了在移动社交的绝对优势外，实现了从“移动视频”到“移动音乐”前八大细分行业的覆盖。
- 我们认为**在用户注意力趋于分散的时代，用户注意力的分散速度可能赶不上腾讯大内容的扩张速度**。大内容也就成了用户注意力面前的“五指山”。
- 因此，腾讯的“大内容”表现出两大特征：
  - ✓ 1、**大而全**：满足大多数用户的需求；
  - ✓ 2、**行业即边界**：超级龙头地位，腾讯的举动反而决定行业的发展。

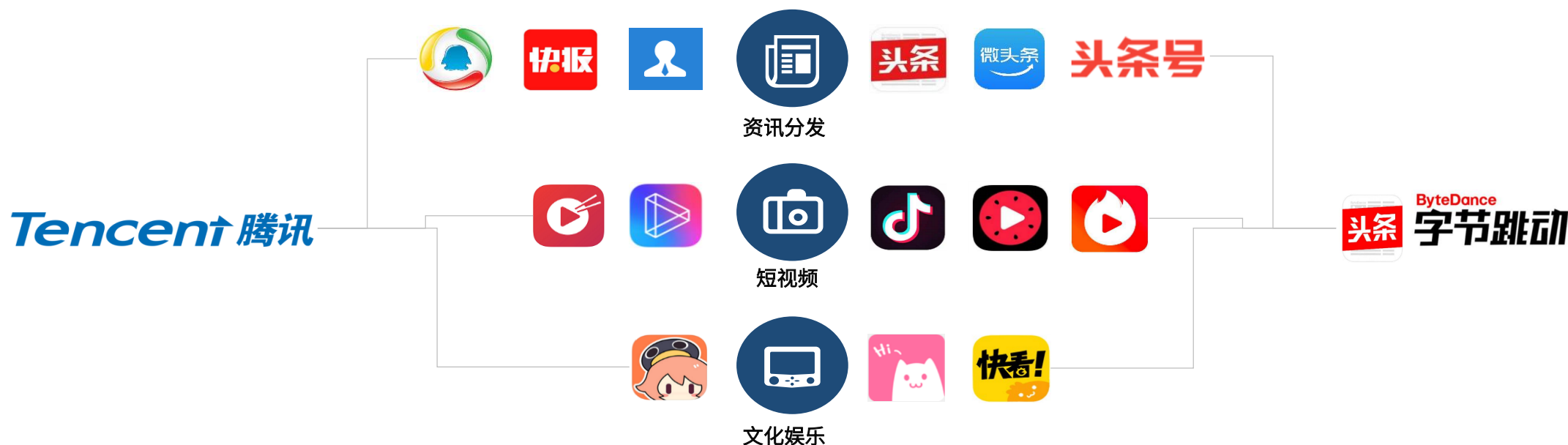
#### 大内容——用户注意力的漩涡



## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

### 2.2.2 用户注意力缺口出现：资讯分发与短视频

- **头条（字节跳动）成为腾讯构筑围城的最大障碍**：2012年成立以来，头条从信息流资讯分发平台逐渐向垂直媒体、文化娱乐、短视频等领域延伸。
- 以**今日头条、抖音、西瓜视频、火山视频**等组成的产品矩阵吸引了大量的线上用户注意力。在资讯分发和短视频上腾讯和头条有着正面的碰撞。

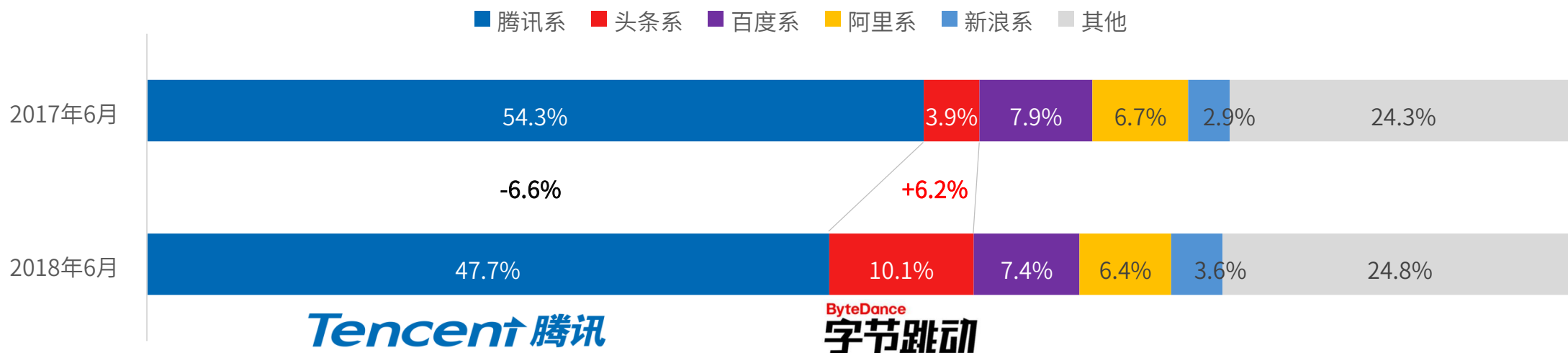


## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

### 2.2.2 用户注意力缺口出现：资讯分发与短视频

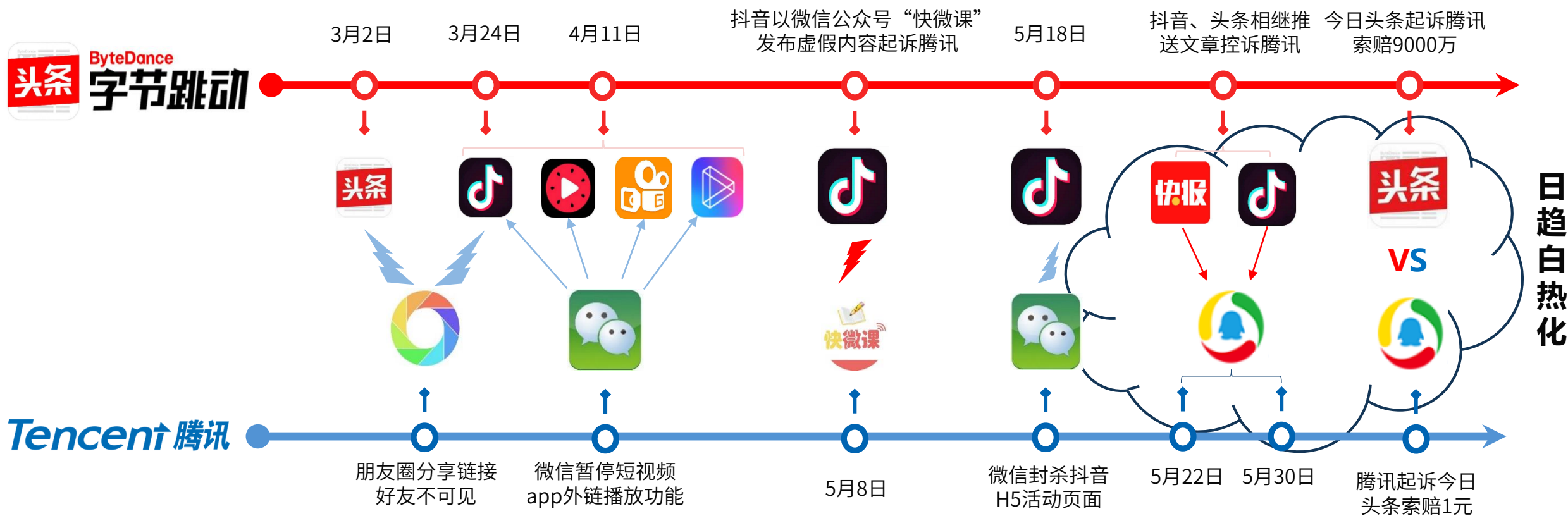
- **腾讯系APP时长占比首次出现下降**：在资讯与短视频两大赛道的先后失利，腾讯系APP的时长占比随着短视频的爆发出现了下降，与之对应的是头条系APP时长占比的大幅上升。
- **“头腾之争”逐渐演变成时长占比第一和第三的企业间的竞逐。**

图表：中国移动互联网各巨头独立APP总使用时长占比



## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

### 2.2.3 “头腾大战”——时长第一与第二企业之争

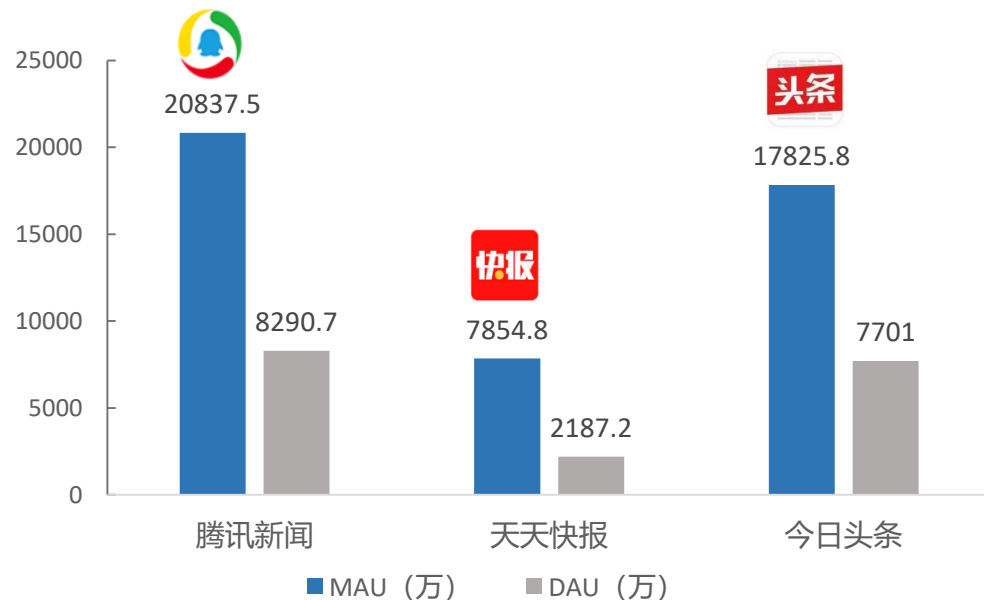


## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

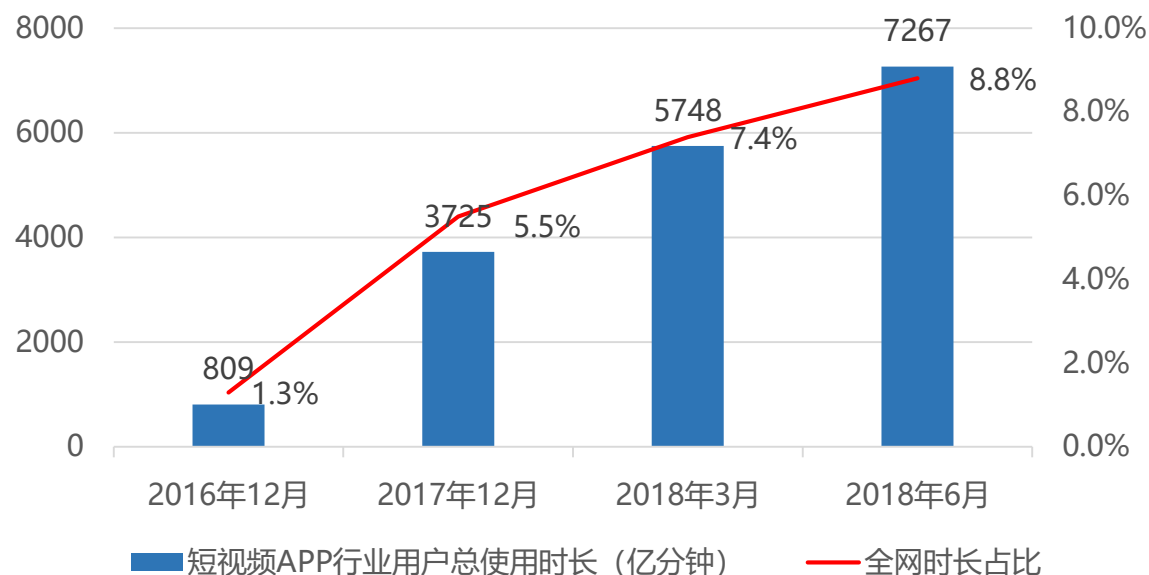
### 2.2.4 缘由分析——短视频的爆发超出了腾讯的意料

- 在资讯赛道上，凭借过去在媒体端的积累以及微信的订阅推送，腾讯新闻在MAU与DAU上都压制住了今日头条，但在时长上实际仍然处于劣势。
- 短视频行业在2017年高速增长，2017年12月用户总使用时长达到3725亿分钟，同比增长360%，占移动互联网用户时长5.5%。2018年保持高速增长趋势，3月份占全网时长达到7.4%，6月份占全网时长达到8.8%。
- 至此短视频时长占比（8.8%）已经接近长视频（9.2%），成为仅次于社交、游戏、长视频的第四大时长赛道。

图表：2017年6月部分资讯类APP的MAU与DAU情况（万人）



图表：短视频APP行业用户总使用时长变化（亿分钟）

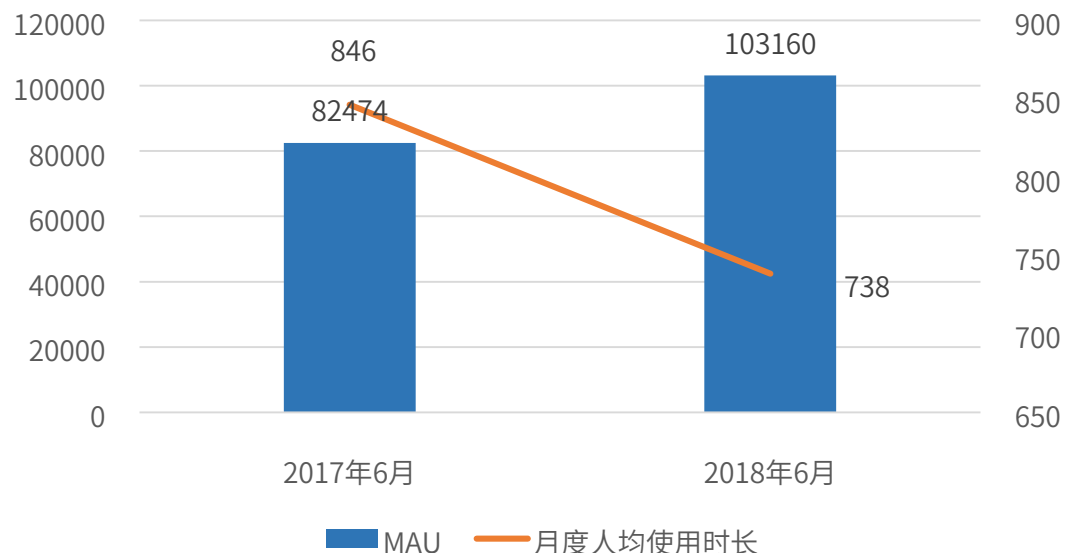


## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

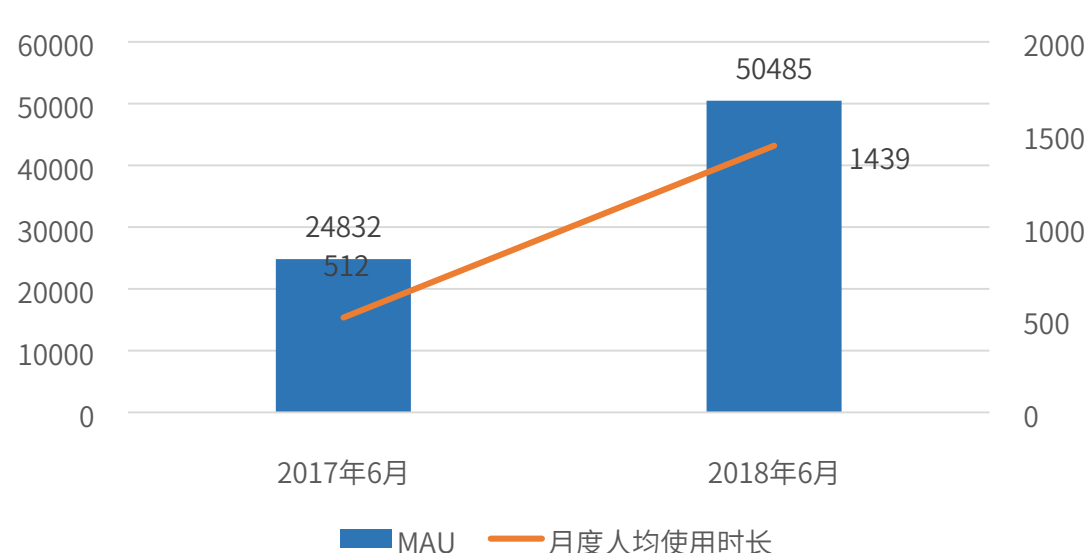
### 2.2.4 缘由分析——短视频的爆发超出了腾讯的意料

- ▶ **短视频APP具有高频次与高时长属性：**与长视频相比，由于短视频的使用频次更高，且单次使用时长仍在上升，月度人均使用时长接近长视频的2倍。
- ▶ 从目前短视频的单个Session的时长而言，已经基本覆盖一局《王者荣耀》的时长，对游戏与泛娱乐类型APP使用时长冲击较为明显。

图表：长视频MAU（万人）与月度人均使用时长（分钟）



图表：短视频MAU（万人）与月度人均使用时长（分钟）

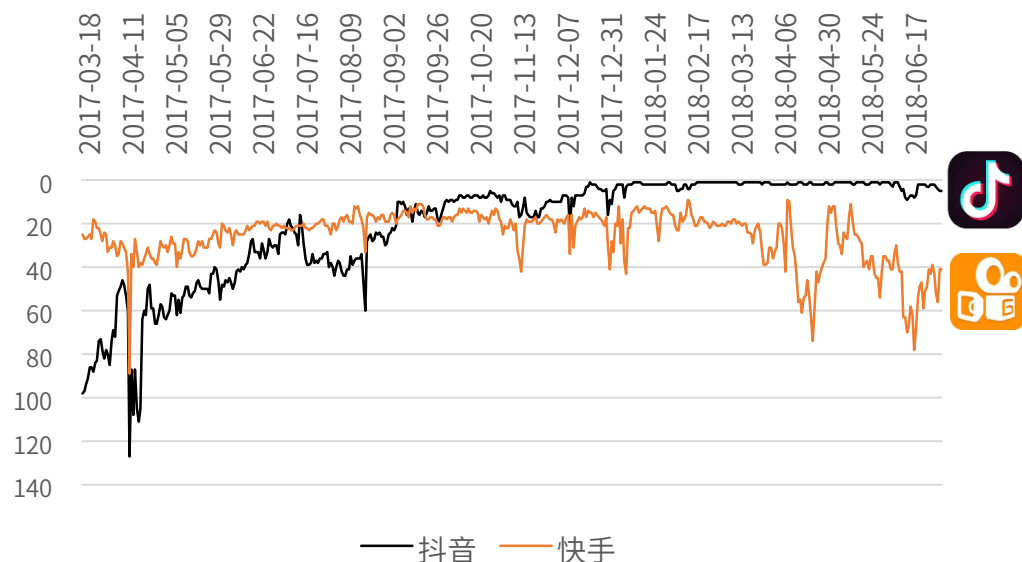


## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

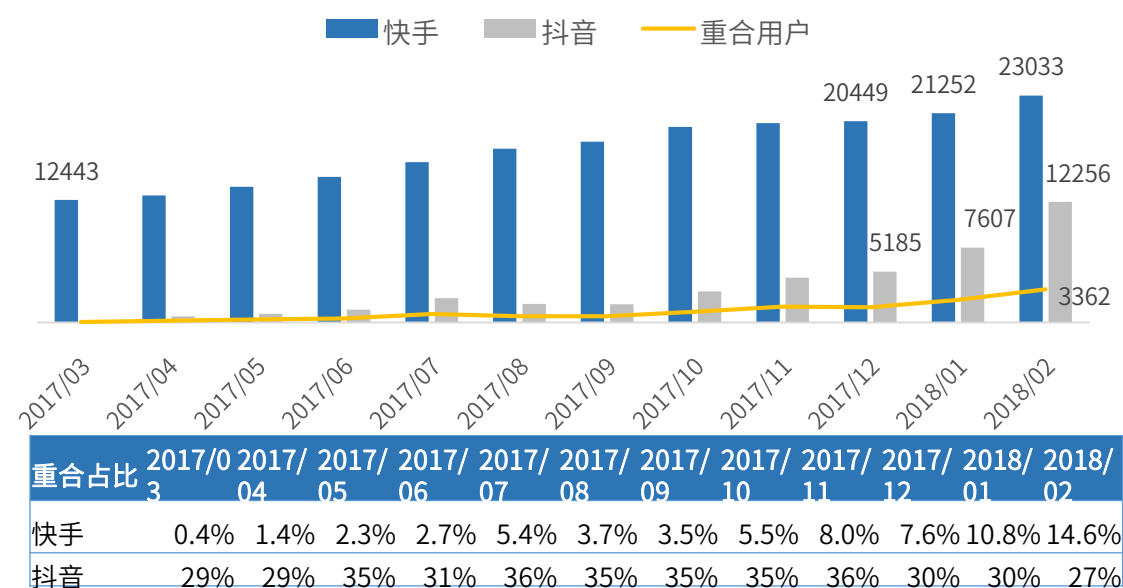
### 2.2.5 缘由分析——为什么腾讯对短视频赛道如此在意？

- 去年四季度以来，快手的防线被一举攻破：与快手引以为豪的地推能力不同，抖音以RNB等音乐与调性切入，实现病毒式传播，自2017年9月免费榜超过快手后，长期霸占免费榜前列。
- 抖音用11个月超越了上线5年的快手，用户从快手到抖音的迁移率越来越高：在使用过抖音与快手的人群调查中，64.1%的人仍在同时使用两个APP，31.5%仅使用抖音，4.4%仅使用快手。

图表：2017年3月-2018年7月抖音、快手在iOS中国区免费榜总榜排名



图表：快手与抖音用户增长与重合度

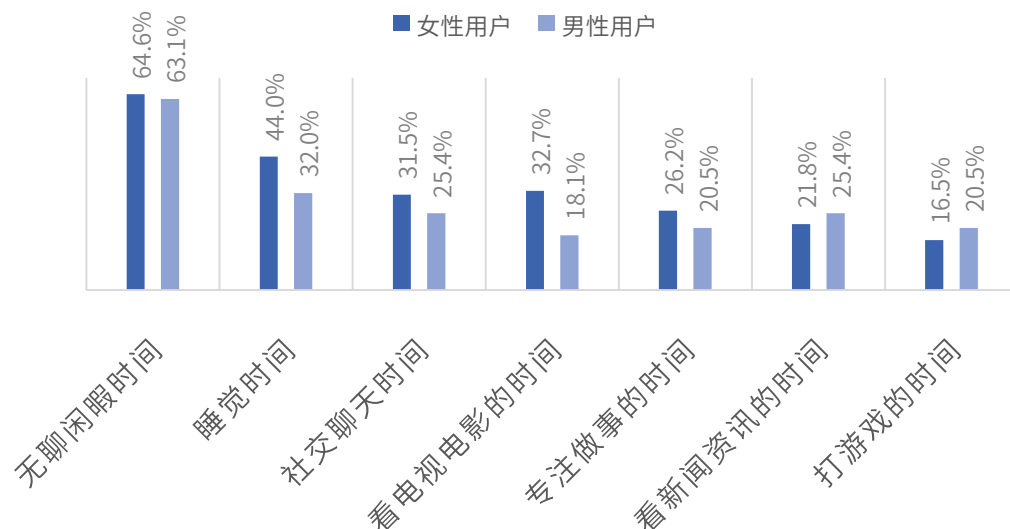


## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

### 2.2.5 缘由分析——为什么腾讯对短视频赛道如此在意？

- **时长的高度重叠，和轻中度游戏玩家抢时间：**从短视频的使用场景来看，休闲碎片时间 (>60%)、睡觉时间 (>40%)、游戏时间 (~20%) 都是腾讯在游戏与娱乐中所重叠的时间段。
- **抖音电商与高DAU下的社交/社区可能：**从短视频切入电商与社交使腾讯更加着急，抖音正在海内外不断“俘获”青少年用户。

图表：短视频用户的使用场景（多选）



图表：抖音电商与国内高DAU下的“社交”可能

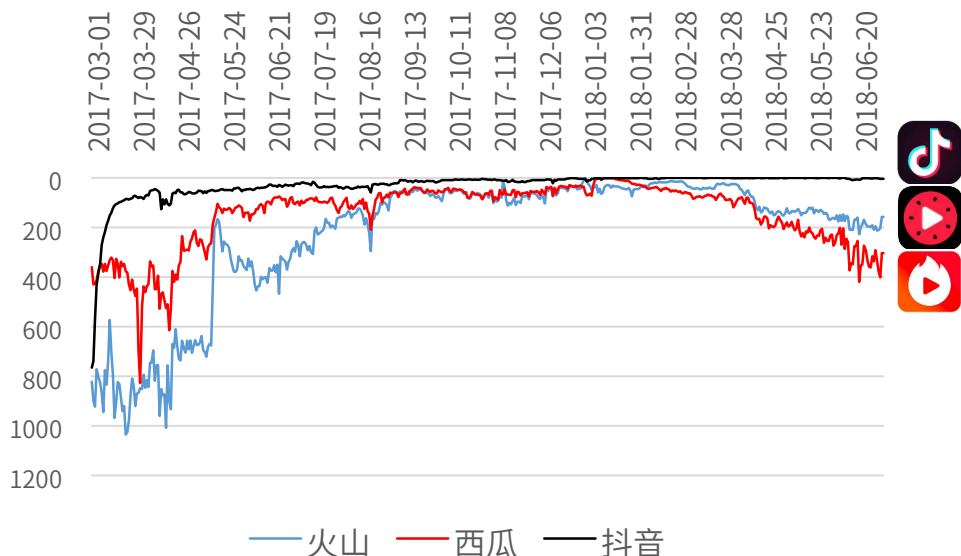


## 2.2 外患：被头条撕开的线上围城缺口

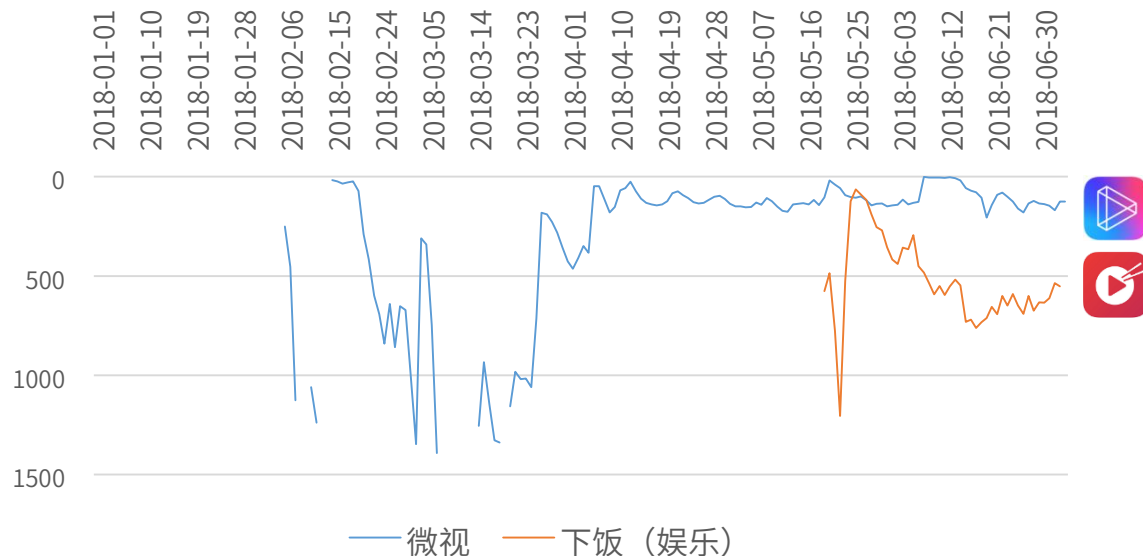
### 2.2.6 “头条三剑客” vs “腾讯双弱”

- **头条旗下的“短视频三剑客”**：火山小视频、西瓜视频、抖音分别在2016年4月、7月、9月上线，火山对标快手，西瓜对标资讯的短视频信息流，抖音则标榜为潮流分享社区，后两者已经成为各自细分领域的绝对龙头。
- **“腾讯双弱”与三宗罪**：2018年1月悄悄复活的微视（对标抖音）、5月低调上线的下饭视频（对标西瓜）尝到了败绩，腾讯产品的三宗罪昭然若现：产品扶持方式、管理人、切入的Killer Point（跟拍功能）。

图表：2017年3月-2018年7月抖音、西瓜、火山在iOS中国区免费总榜排名



图表：2018年1月-7月微视与下饭视频分别在iOS中国区总榜与娱乐榜排名



## 2.3 生态圈的碰撞：渠道与场景之争

### ■ 2.3.1 小程序面临阿里与硬件厂商的双重挑战

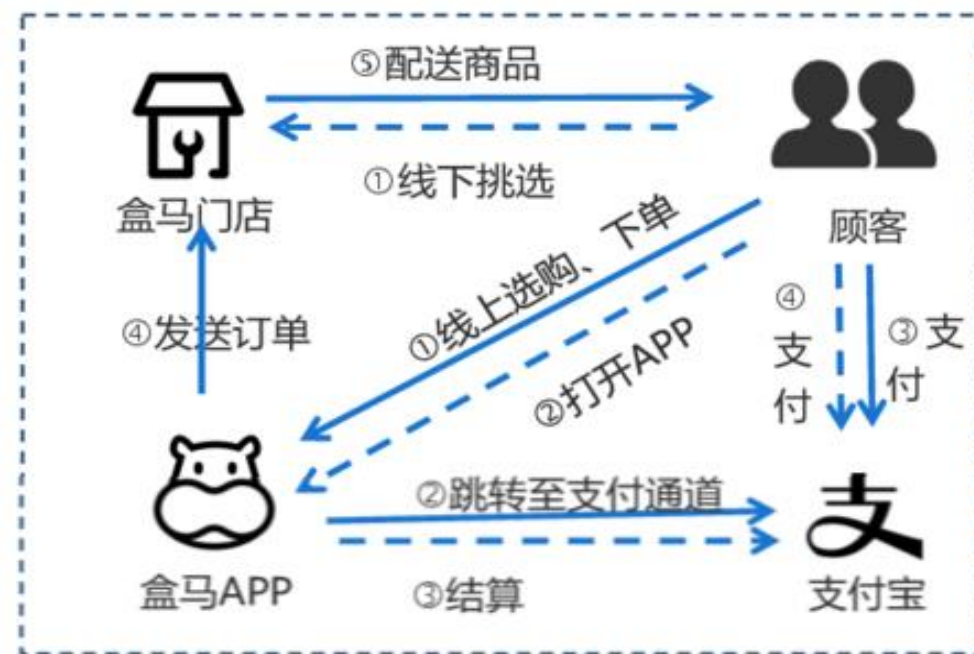
- 小程序在上线一年多的时间内分别遭遇支付宝小程序与手机厂商的快应用的双重挑战。
  - 2017年8月支付宝小程序悄悄上线，把芝麻信用结合进服务中，希望利用信用体系和服务能力作为超越小程序的核心突破点；
  - 2018年3月，10大手机厂商联合发布“快应用”，希望通过更前端的入口掌控安卓生态中的应用软件；
- 微信力推的小程序将面临其他巨头的正面挑战。



## 2.3 生态圈的碰撞：渠道与场景之争

### 2.3.2 新零售：线下场景之争

- “品质升级、场景变革、智慧零售”是去年至今的关键词。
- 阿里倡导的“新零售”，是以消费者为中心，依托大数据、人工智能等技术驱动，对商品生产、流通与销售过程进行升级改造，进而重构零售业结构及生态圈，融合线上、线下零售服务体验。
- 通过线下入口，以盒马鲜生为例的零售商获得了此前线上难以触达的用户，是OMO时代场景与流量的新玩法。



## 2.3 生态圈的碰撞：渠道与场景之争

### 2.3.2 新零售：线下场景之争

- 2017年以来阿里和腾讯持续加大在新零售上的布局，相比阿里的整合与主动改造，腾讯主要通过赋能零售商的赋能，发起以零售商为主导的新零售改革，相对而言，阿里布局的深度与宽度具有优势。
- 阿里布局：饿了么、银泰、苏宁、三江购物、百联、易果先生、盒马鲜生等；
- 腾讯布局：美团、京东、永辉、家乐福、每日优鲜、超级物种等



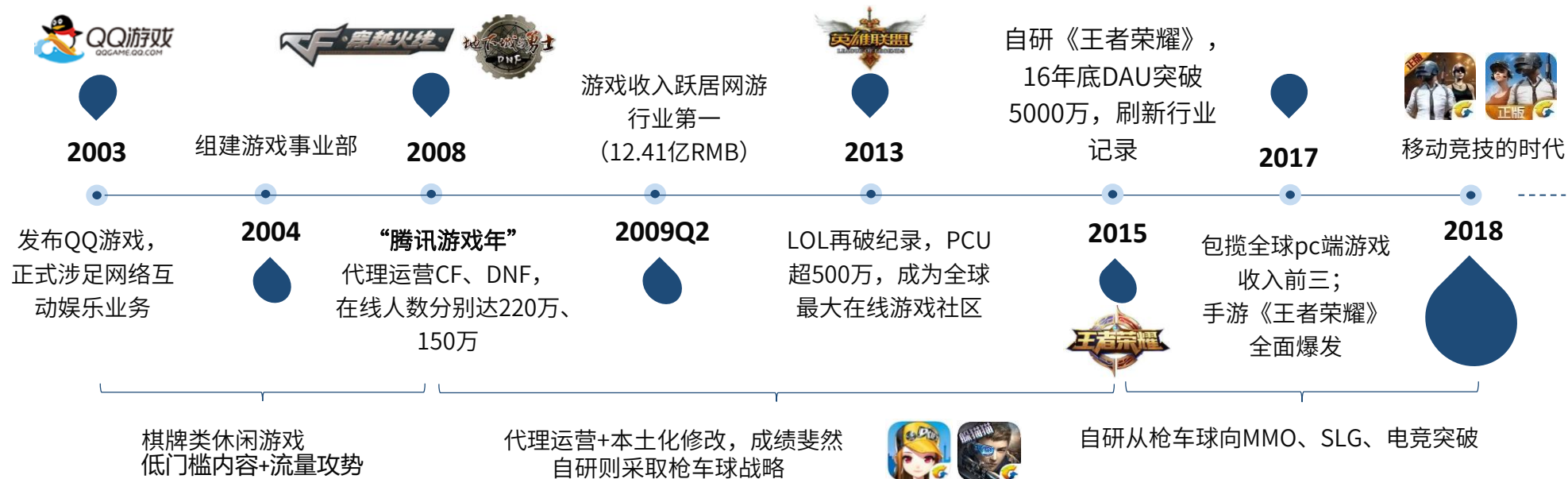
### 三、老王牌——定海神针“网游”

# 3.1 网游：腾讯的“定海神针”，份额持续上升

## ■ 3.1.1 腾讯游戏：持续强化自研实力，自研+代理实现全品类覆盖

- **社交网络给予腾讯全互联网最高的容错率**：经历了两次重度MMO的失利，腾讯找到了从休闲棋牌到枪车球舞，再到MMO、SLG、MOBA的“武器升级”之路。

图表：腾讯游戏发展阶段大事记



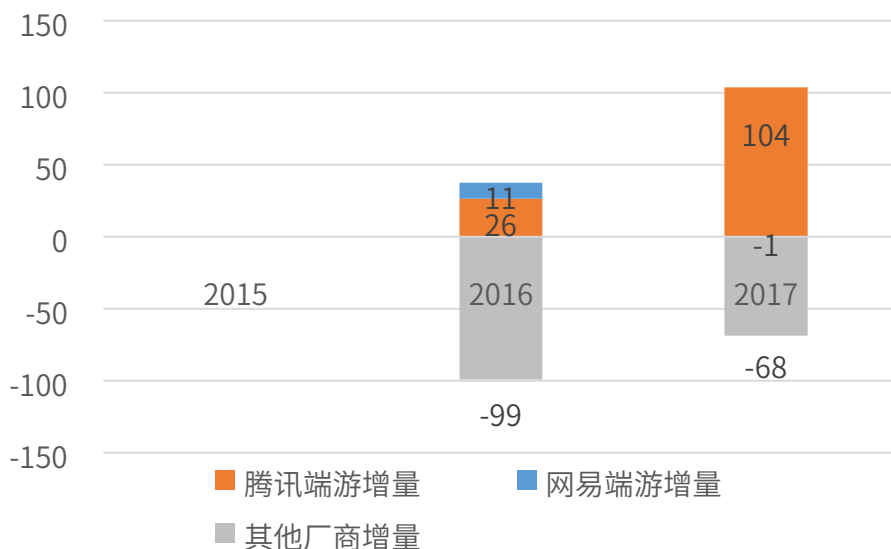
难度逐级递增

# 3.1 网游：腾讯的“定海神针”，份额持续上升

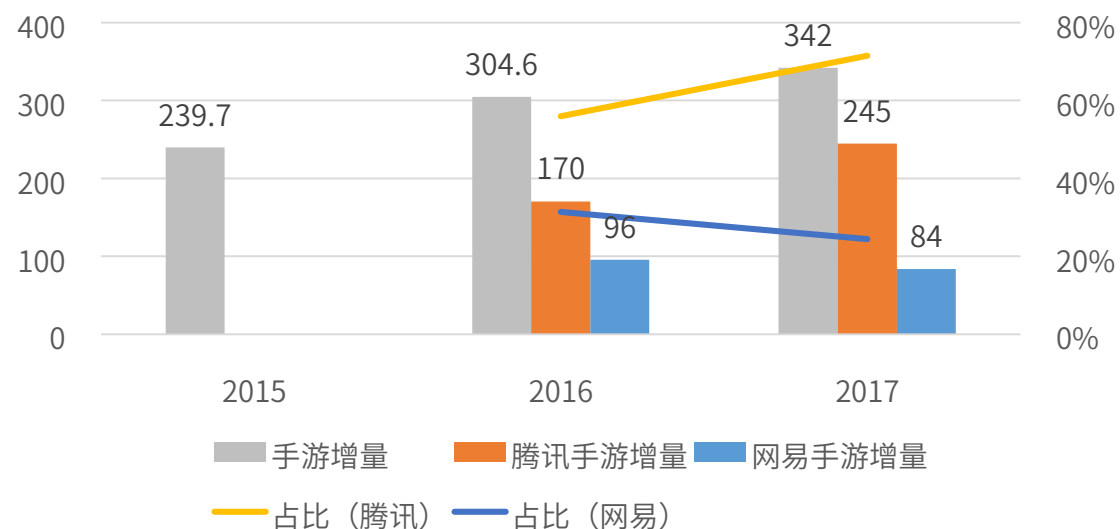
## ■ 3.1.2 腾讯游戏：自研实力、产品供给、流量优势驱动市占率持续上升

- PC网游（端游+页游）的2016和2017年增量中，腾讯分别贡献了26、104亿元，处于份额快速上升的阶段，从2015年的51%上升至2017年的68%；
- 手游增量来看，腾讯分别贡献了2016、2017年增量中的56%和71%，与之比较的网易分别贡献了2016、2017年增量中的31%和24%，份额仍然在进一步上升。

图表：2016-2017年腾讯、网易PC网游增量（亿元）



图表：2016-2017年腾讯、网易手游增量（亿元）

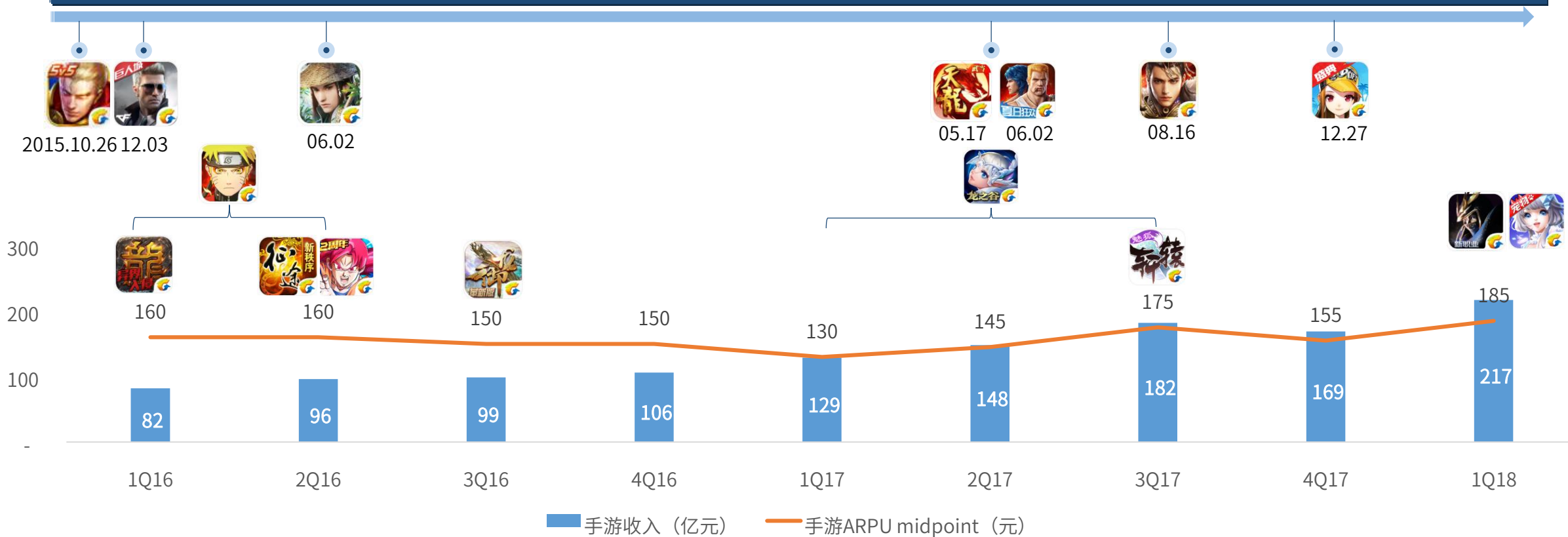


## 3.2 手游分析：“长销大单品”叠加“基本盘”

### 3.2.1 手游复盘——产品梯队明显，“长销大单品”威力显现

- 全品类覆盖打造坚实“基本盘”：MMO、ARPG、SLG、休闲益智等品类组成了腾讯手游的“基本盘”。
- “长销大单品”成为核心增量看点：《王者荣耀》后的下一款“长销大单品”正翘首以待。

图表：1Q16-1Q18腾讯手游季度收入、ARPU中值与主力手游产品贡献

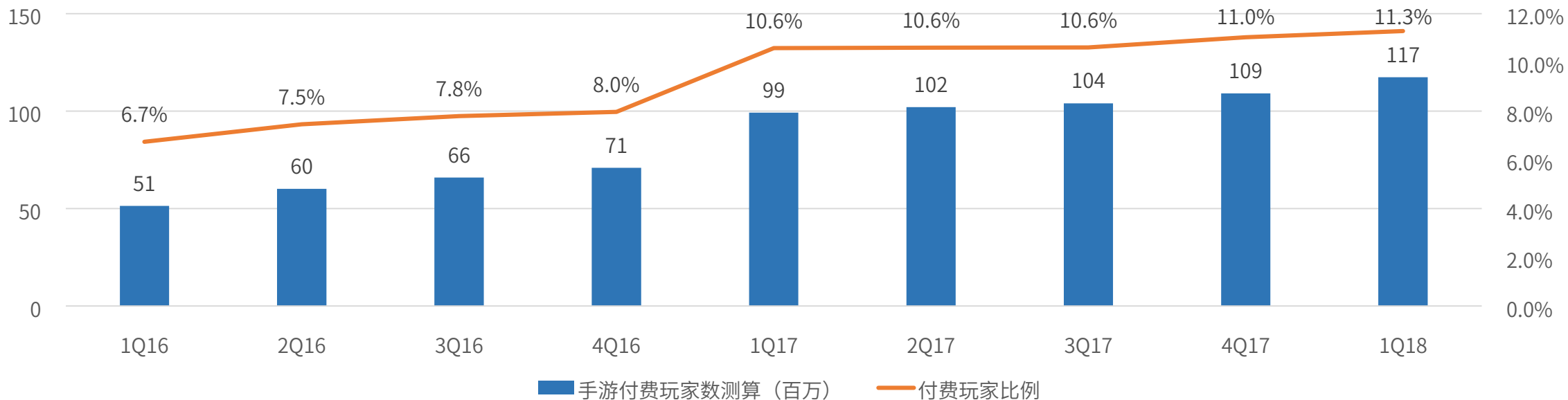


## 3.2 手游分析：“长销大单品”叠加“基本盘”

### ■ 3.2.1 手游复盘——受爆款手游驱动，付费玩家数与渗透率呈现上升态势

- **爆品手游驱动付费玩家数量上升：**2017年春节《王者荣耀》的爆发带来了手游付费玩家数量的显著上升，手游付费玩家近5个季度仍然维持健康上涨的态势。
- **长期渗透率仍有空间：**另外从手游付费玩家数量占比看，手游付费用户比例处于上升趋势，依然有空间。

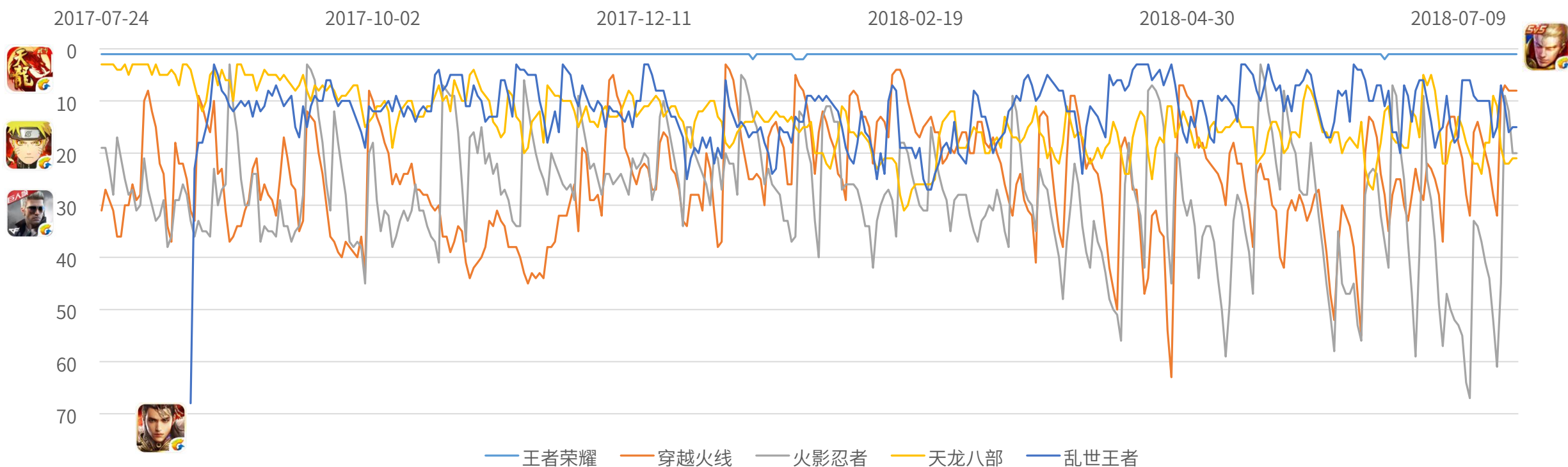
图表：1Q16-1Q18 腾讯手游付费玩家数（百万）与付费玩家比例



## 3.2 手游分析：“长销大单品”叠加“基本盘”

### ■ 3.2.2 手游展望——二季度接力产品数量较少，淡季后迎来强IP产品矩阵

- ▶ 去年主力手游产品中，《天龙八部》、《乱世王者》畅销榜排名略有下滑，但整体表现依旧稳定，《王者荣耀》近一年持续占据iOS畅销榜总榜头名的位置。



## 3.2 手游分析：“长销大单品”叠加“基本盘”

### ■ 3.2.2 手游展望——二季度接力产品数量较少，淡季后迎来强IP产品矩阵

- ▶ 2018年主力新品方面，《QQ飞车》、《奇迹MU觉醒》二季度排行榜出现较明显的下滑，预计对二季度手游流水产生一定的压力，三季度上线的新品《FIFA足球》、《自由幻想》、《妖神记》等有望通过暑期档的接力，推动流水反弹。
- ▶ 2018年手游市场的整体增速预计将持续受到吃鸡手游的时长分流影响。



## 3.2 手游分析：“长销大单品”叠加“基本盘”

### ■ 3.2.2 手游展望——二季度接力产品数量较少，淡季后迎来强IP产品矩阵

- 王者荣耀、穿越火线手游、新剑侠情缘、天龙八部手游等**常青手游预计还将持续贡献稳定手游收入。**
- 2018年Q2后上线的FIFA足球世界、魔力宝贝、自由幻想、妖神记手游表现强势，稳居畅销榜TOP20，但整体接力产品数量较少，预计二季度流水呈现淡季效应。
- 剑网3、我叫MT4、初音未来：梦幻歌姬、圣斗士星矢等数十款强IP手游等待上线，**预计下半年有望迎来重磅手游产品矩阵。**



## 3.2 手游分析：“长销大单品”叠加“基本盘”

### ■ 3.2.2 手游展望——布局线路清晰，延续强IP与全品类的方向

- 手游延续四条线路布局，强IP与全品类依旧是不变的主旋律。腾讯不断拓宽游戏品类，目前即将上线的手游包括国创系列、日漫系列、经典端游IP改手游系列、以及全新品类诸如实景AR、沙河品类、策略经营等。

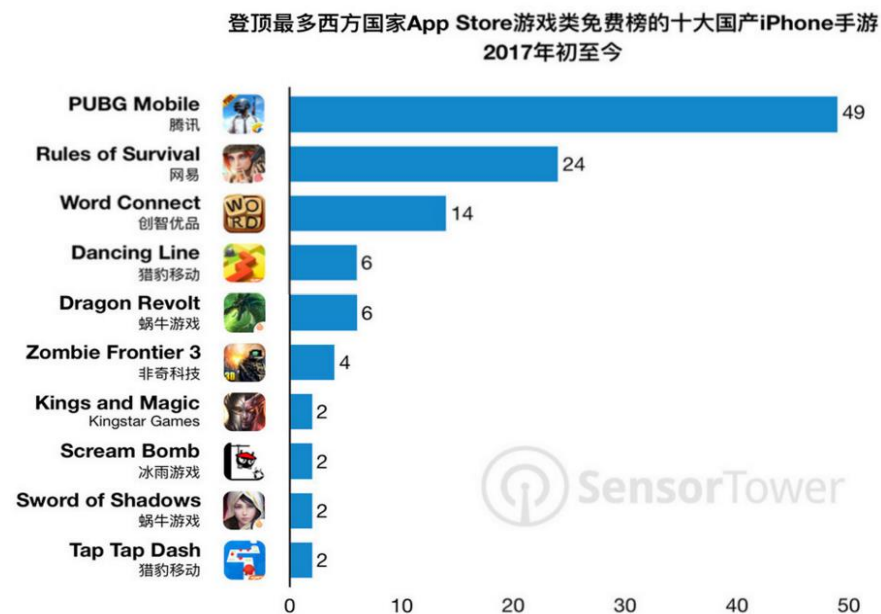
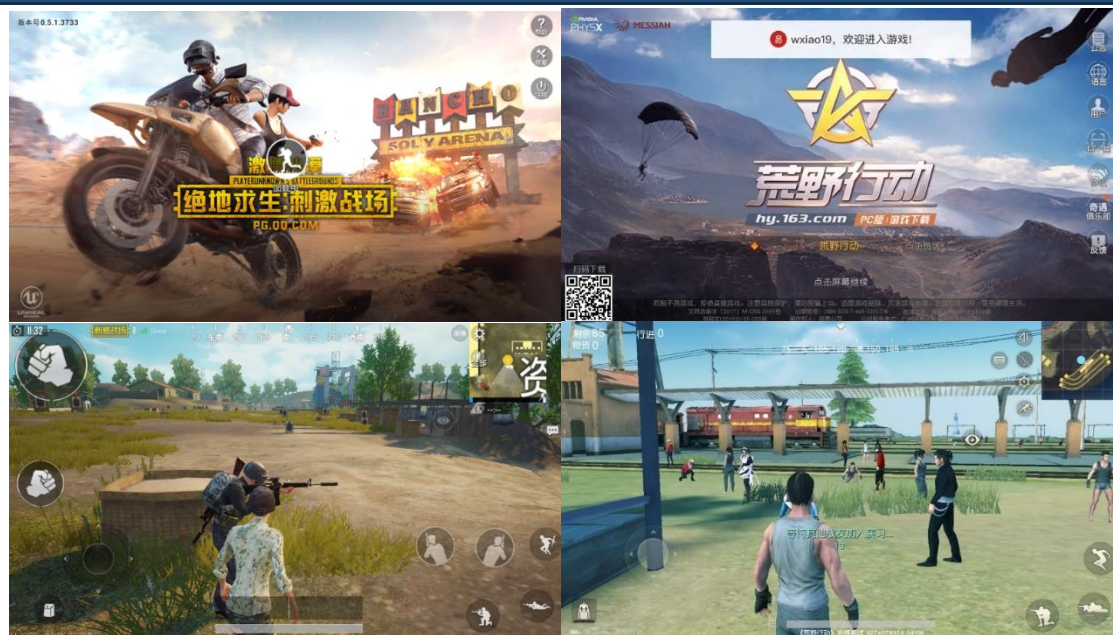


## 3.2 手游分析：“长销大单品”叠加“基本盘”

### 3.2.2 手游展望——还有更广阔的天空，自研与投资助力突破海外

- 2018年对腾讯而言手游业务达到了一个新的高度，《PUBG Mobile》有望成为全球爆品：
  1. 自研吃鸡手游《绝地求生：刺激战场》在游戏画面与操控上超越了以研发著称的网易自研的《荒野行动》。
  2. 《刺激战场》海外版《PUBG Mobile》截至2018年Q1登顶49个西方国家iOS免费榜。

图表：（左）腾讯《绝地求生：刺激战场》与网易《荒野行动》对比截图；2017年初至今国产手游登顶最多西方国家App Store游戏类免费榜的游戏（右）

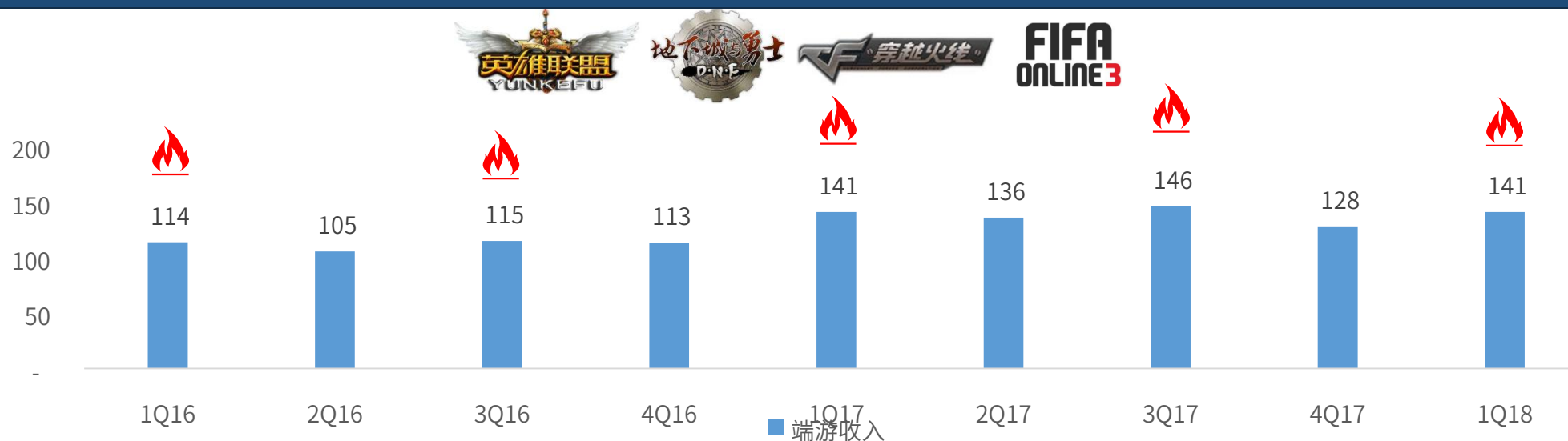


## 3.3 端游分析：三巨头组基本盘，电竞加速整合

### ■ 3.3.1 端游复盘——三巨头组成基本盘，活动与赛事影响力逐渐加大

- ▶ **英雄联盟、地下城与勇士、穿越火线**三大主力端游持续贡献端游收入，辅之以阶段性端游新作如使命召唤OL，兽人必须死、天涯明月刀等。
- ▶ 受暑期和春节影响，**端游收入具有明显的季节性淡旺季**。在旺季期间，通过季节性资料片、推广活动及电子竞技大赛等活动加持，可刺激玩家消费欲望，实现较大幅度增长，活动与赛事影响力正逐步扩大。

图表：腾讯端游季度收入（单位：亿元）



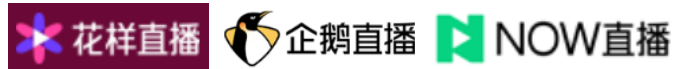
## 3.3 端游分析：三巨头组基本盘，电竞加速整合

### 3.3.2 电竞产业链整合加速，直播预计将成为第二前锋

- ▶ **“临门一脚”的好手，电竞闭环的实现者：**直播作为天然的变现好手，将为手握LOL、《王者荣耀》、《绝地求生手游》的腾讯进行流量的另一重变现，近期虎牙直播的成功上市，标志着电竞产业链环节逐渐进入良性循环。
- ▶ **能否接好“飞饼”成为关键：**拥有海量用户与最头部电竞游戏的版权，腾讯通过投资实现直播平台的加速整合，未来产业链生态闭环效应将愈发突出。

图表：腾讯直播平台投资布局

· 早期：腾讯直播、花样直播、企鹅直播、NOW直播、QQ空间直播。



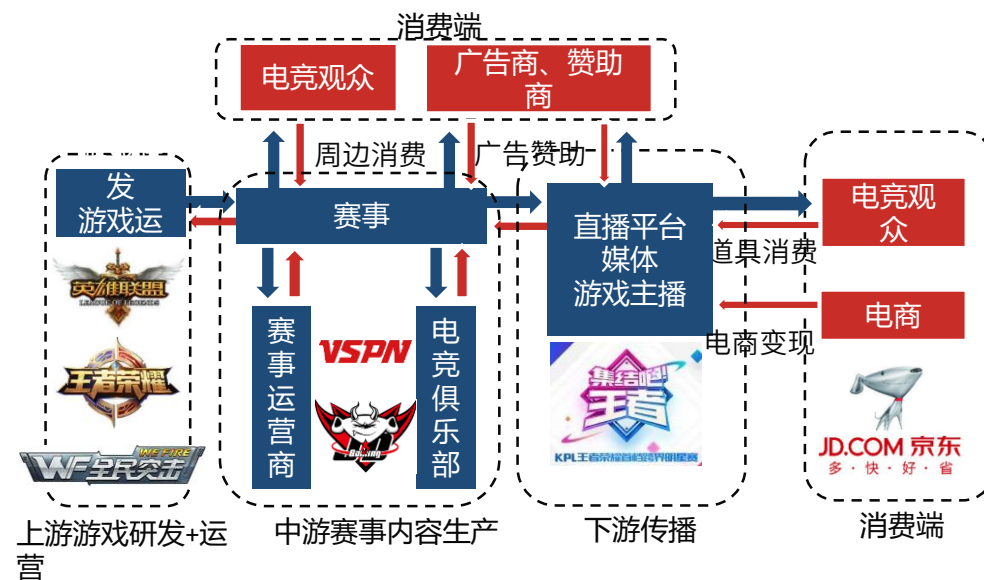
· 2016年，企鹅电竞平台。



· 2018年3月8日，4.6亿美元独家投资虎牙（持股34.6%）。  
同日，6.3亿美元独家投资斗鱼。



图表：腾讯电竞产业生态闭环



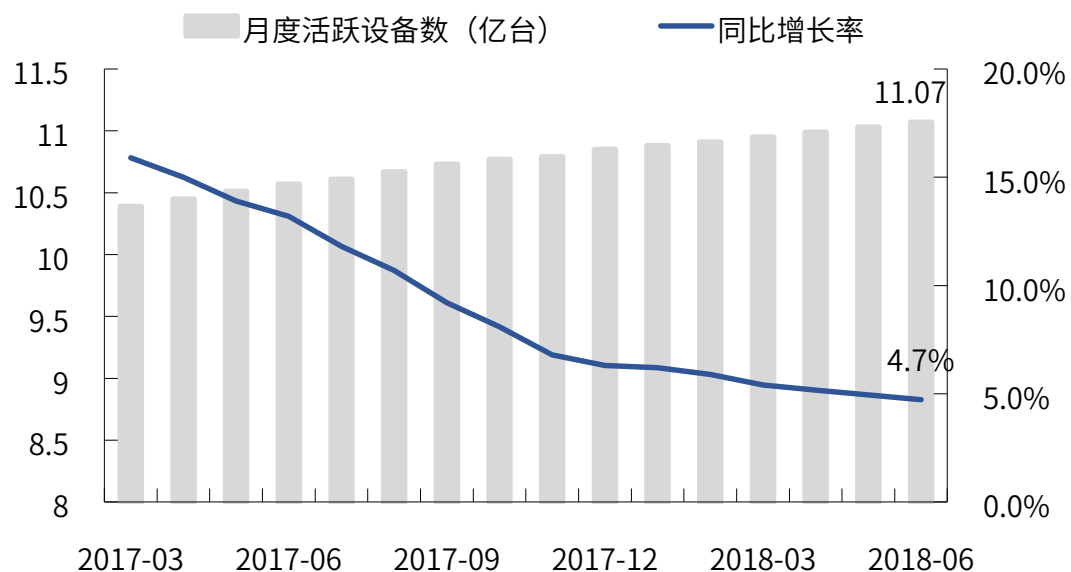
## 四、新王牌——小程序

# 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

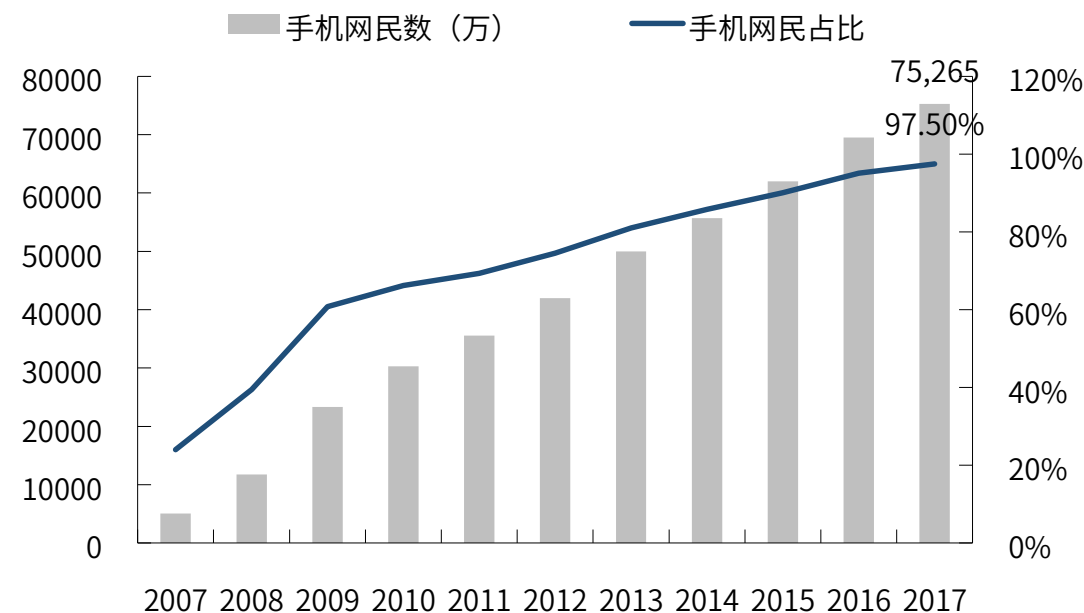
## 4.1.1 新王牌诞生的大背景——移动互联网最后一波红利褪去，应用生态面临改革需求

- 2017年9月以来，**移动设备月活跃数同比增速下降至个位数**，移动设备的渗透趋于饱和。
- 根据CNNIC数据，2017年12月中国互联网普及率达到55.8%，**手机网民占全体网民比例达到97.5%**，随着三四五线城市用户下沉的推进，用户红利逐渐褪去。

图表：中国移动设备月度活跃数（单位：亿台）与同比增速



图表：中国手机网民规模与手机网民占比

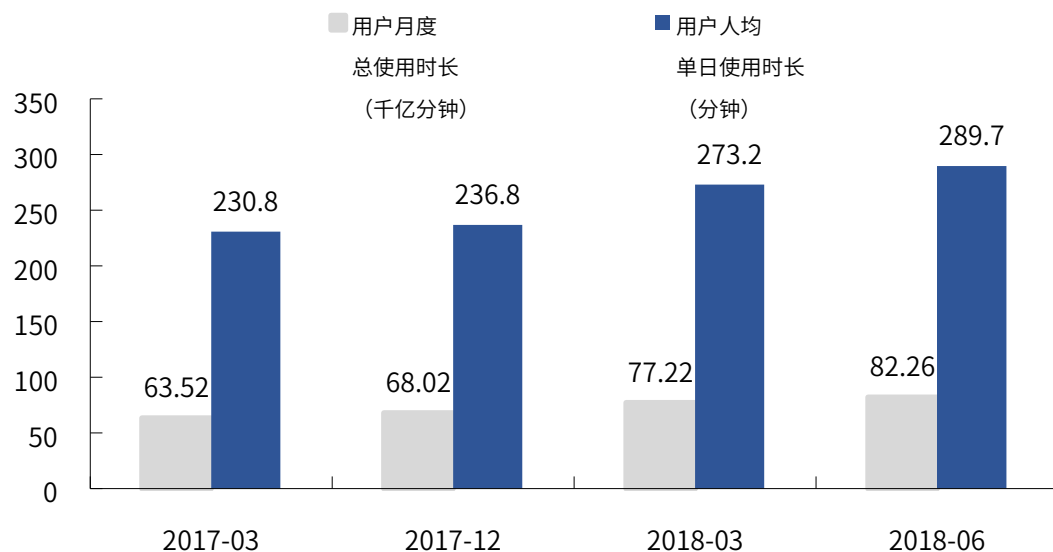


# 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

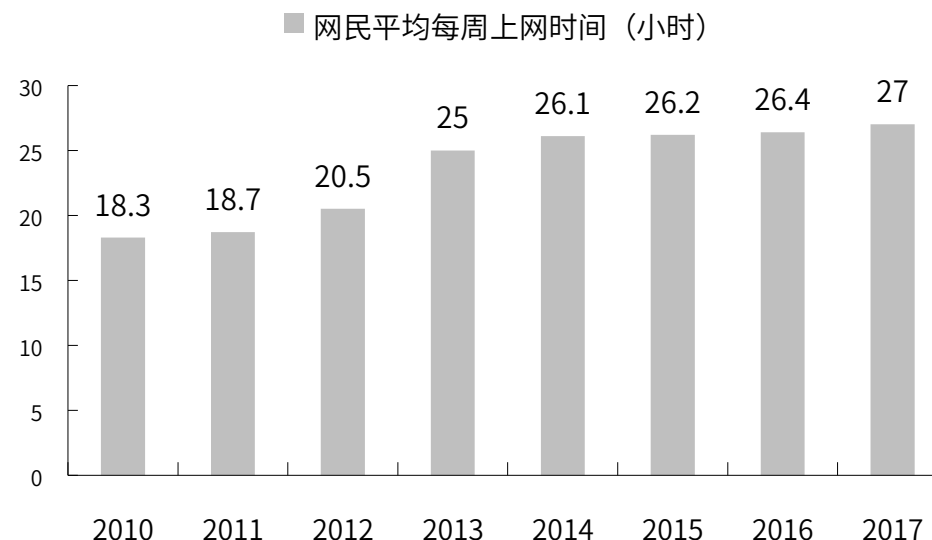
## 4.1.1 新王牌诞生的大背景——移动互联网最后一波红利褪去，应用生态面临改革需求

- 根据QuestMobile的数据，2018年3月与6月人均单日移动设备时长达到4.5和4.8小时，在“抖音”、“吃鸡”等应用的强力攻势下，短期呈现了跳跃式增长，但剩余空间已较为有限；
- 根据CNNIC数据，网民平均每周上网时间稳定在26-27小时之间。我们认为互联网用户时长从“增量争夺”转变为“存量博弈”。

图表：用户月度总使用时长（千亿分钟）与人均单日使用时长（分钟）



图表：中国网民平均每周上网时间（小时）

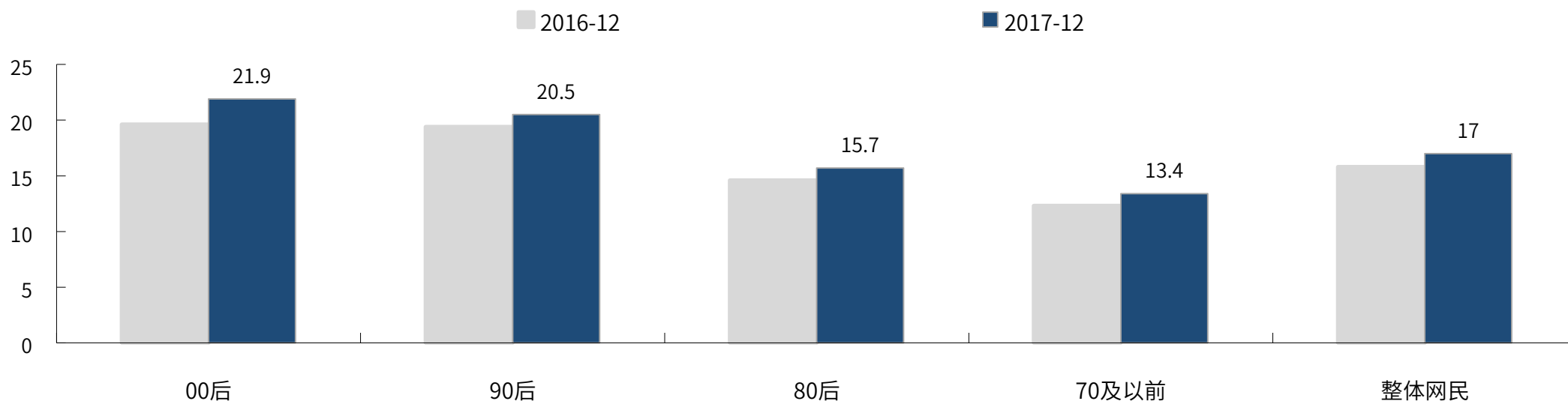


## 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

### ■ 4.1.1 新王牌诞生的大背景——移动互联网最后一波红利褪去，应用生态面临改革需求

- 整体网民的APP使用个数增长1.2个至17个，其中00后人均使用APP个数为21.9个。**与日俱增的细分垂直服务需求与人均APP使用个数瓶颈的矛盾愈发激烈**，应用的生态将受到人均APP使用个数的桎梏。
- 中长尾厂商的生存空间将受到挤压，低中高频应用逐渐向超高频与超高时长的应用低头，应用生态面临改革需求。

图表：中国移动网民人均使用APP个数



## 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

### ■ 4.1.1 新王牌诞生的大背景——移动互联网最后一波红利褪去，应用生态面临改革需求

➤ 我们认为应用生态有是三个理论改革方向：

- **超级APP开启兼容模式：**以微信小程序与支付宝小程序为例，兼容第三方服务，起到连接的作用；
- **手机OS推动的应用变革：**未来iOS、Android发起的应用自变革；
- **硬件厂商的源头把控：**2018年3月，中国10大手机厂商联合发布“快应用”，力求通过更前端的入口掌控安卓生态中的应用软件分发权；



支付能力

满足商户各商业经营场景的支付需求



信用能力

为商户高效识别用户的真实、靠谱性



大数据能力

深度分析并挖掘目标用户需求



安全能力

检测系统漏洞、数据泄漏等安全风险



## 未来存在切入的可能？



# 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

## 4.1.1 新王牌诞生的大背景——移动互联网最后一波红利褪去，应用生态面临改革需求

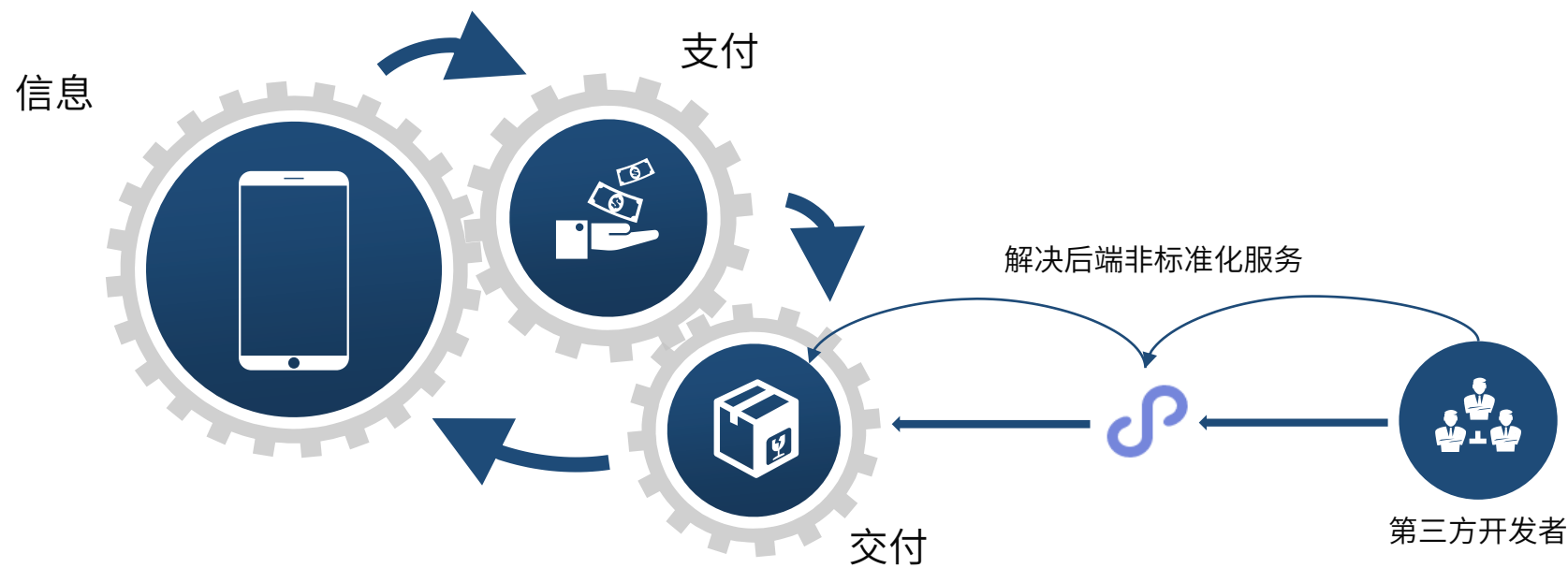
- ▶ 比较三个理论方向，从超级APP到OS到硬件厂商，看似一个比一个更底层，但我们认为应用生态的改革核心在于解决商家“活跃、留存、复购（二次进入）”的痛点：
  - 1、活跃取决于传播效率：微信能够实现基于熟人/泛熟人关系链的裂变式社交传播；
  - 2、留存与复购取决于用户/粉丝沉淀：小程序与微信公众号/社群打通，实现从“粉丝沉淀”到“交易落地”；



# 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

## ■ 4.1.2 小程序：轻应用、OMO、变现闭环三位一体，大大加强生态的兼容性

- 我们把微信生态的连接分为：人、服务、场景。
- 小程序的诞生背负着**解决非标准化服务与线上线下场景融合**的使命。



# 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

## 4.1.2 小程序：轻应用、OMO、变现闭环三位一体，大大加强生态的兼容性

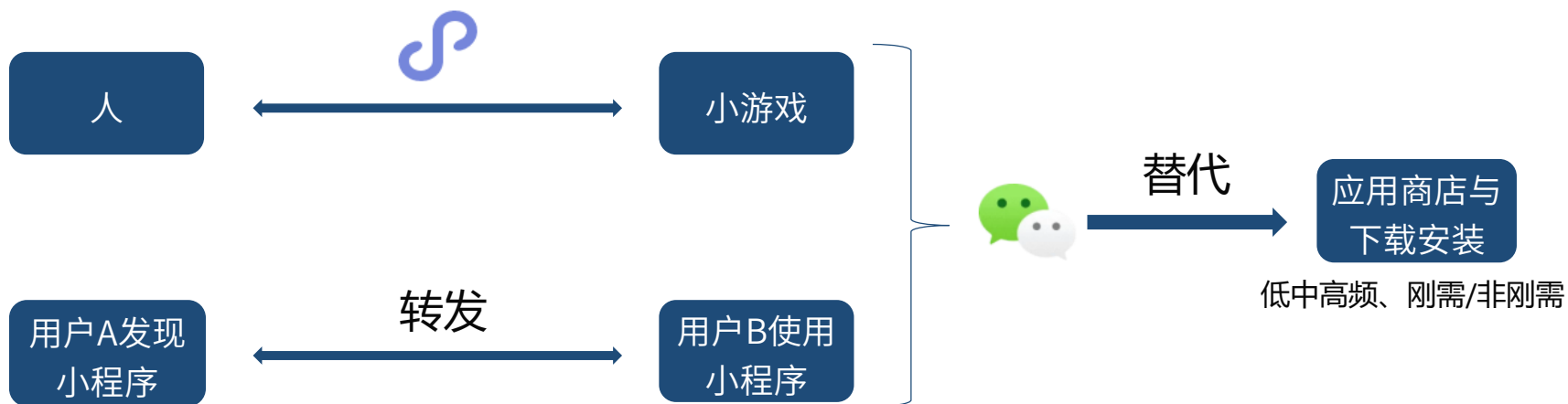
➢ OMO代表了线上与线下融合的趋势：人、服务、场景在线上与线下的融合。



## 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

- 4.1.2 小程序：轻应用、OMO、变现闭环三位一体，大大加强生态的兼容性
  - 对“连接”的理解：用更短的链条替换长链条，实现连接“人与服务”
  - 小程序的即点即用的特点缩短了过去“人——应用商店——下载安装——使用”的传播链条；同时凭借社交工具（微信）完成快速传播与分享，打造“人——微信——服务”的最短链条。

图表：小程序重构业务链与分享链



# 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

## 4.1.3 极大拓展了微信生态的开放度，微信中再造风口

- ▶ 小程序产业链处于快速发展中，根据量子程序统计2017年超过7亿元投资，截止今年4月份，投资金额约为70亿元，预计2018年全年将有数百亿投资金额。
- ▶ 与8年前微博崛起带来的营销风口，4年前公众号带来的自媒体风口相比，**小程序的包容性远远超出前两者，根据信通院，2018年初已有95%的电商平台接入小程序**，小程序电商成为大中小B竞相追逐的风口。

图表：小程序行业产业链图谱



图表：2018年3月阿拉丁小程序Top100榜单数据



# 4.1 新王牌——小程序定义了微信生态的弹性

## 4.1.3 极大拓展了微信生态的开放度，微信中再造风口

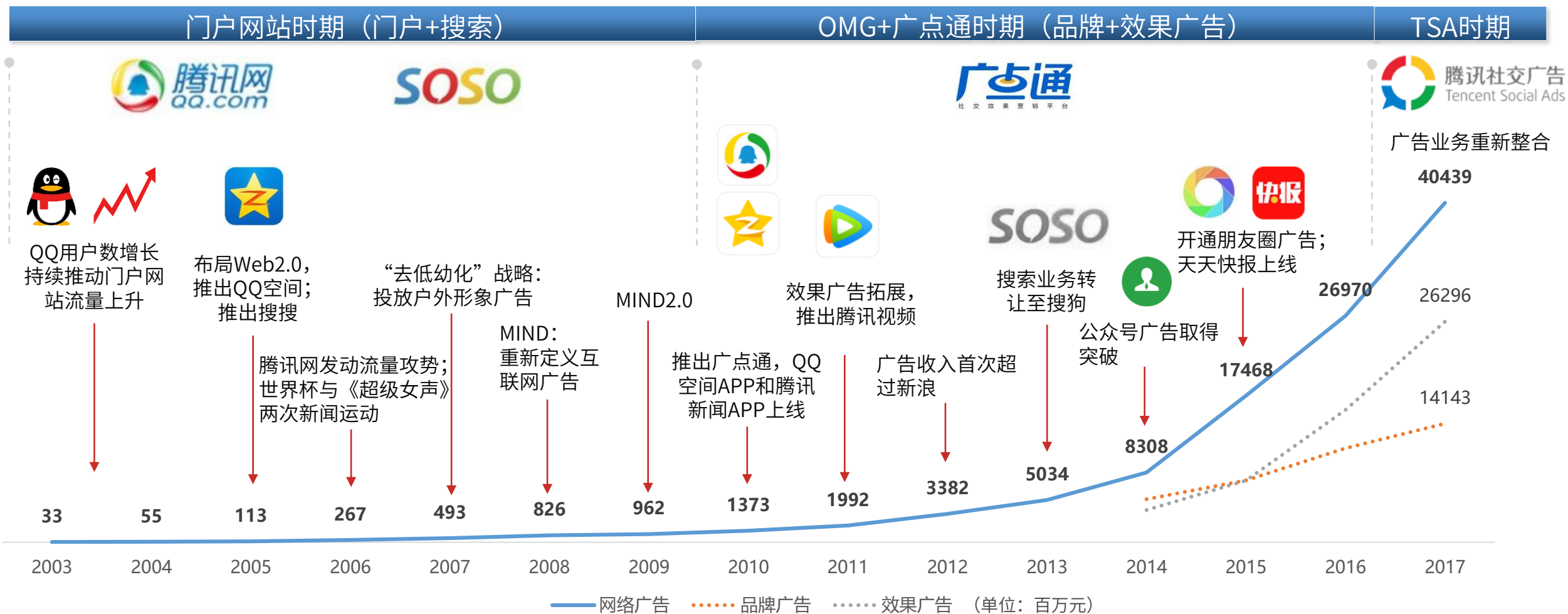
- ▶ 小程序大大加强了微信生态的兼容性，更低的研发与流量成本、10亿+的用户、完善的变现闭环使得微信生态成为大中小B竞逐的风口。



## 五、新支柱——广告变现

# 5.1 广告：15年蓝图部署，预计将成为第二增长曲线

## 5.1.1 腾讯广告简介——历史发展回顾

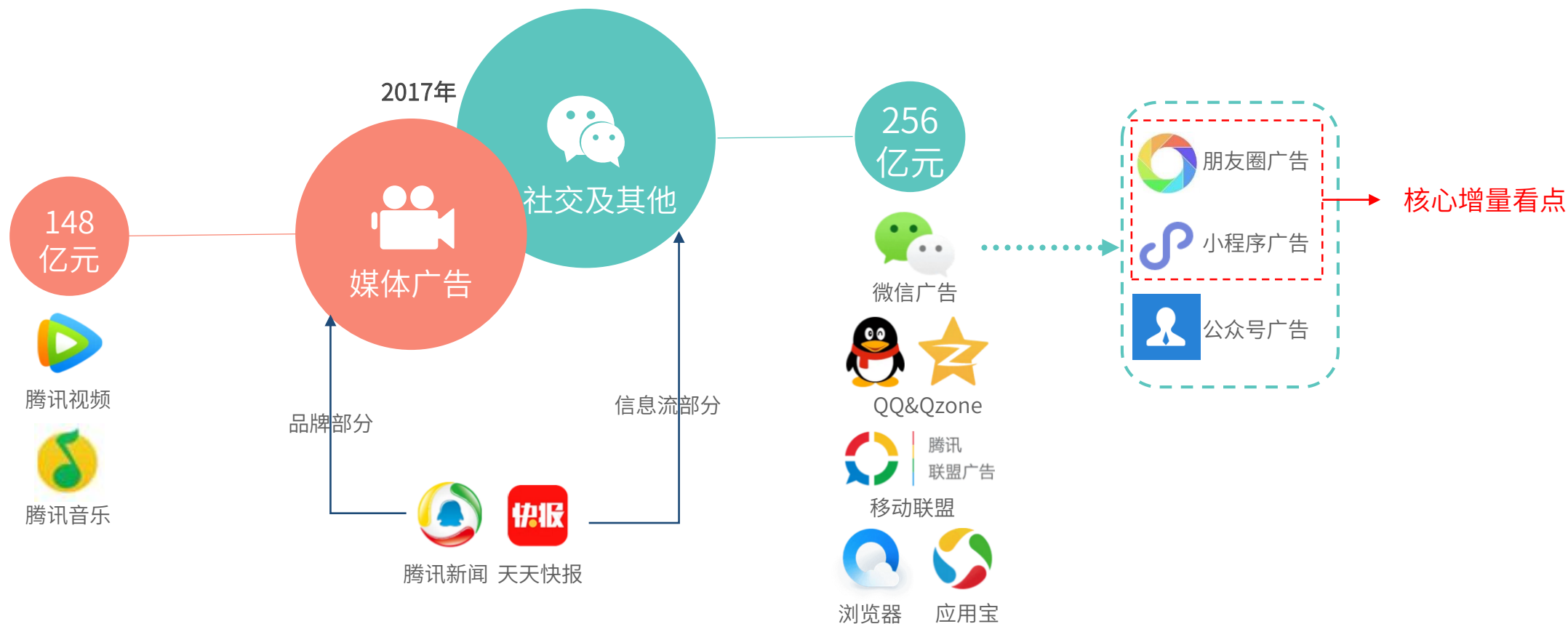


资料来源：腾讯财报，《腾讯传》，东吴证券研究所整理

# 5.1 广告：15年蓝图部署，预计将成为第二增长曲线

## 5.1.1 腾讯广告简介——收入构成简析

腾讯广告收入分为：1、媒体广告；2、社交及其他广告；其中微信中的**朋友圈与小程序为核心增量看点**。

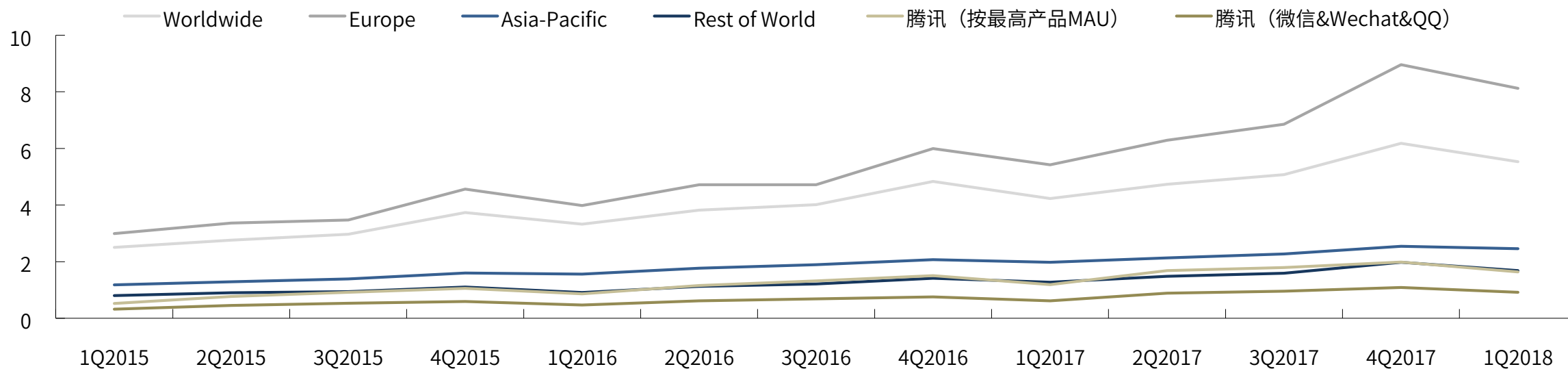


# 5.1 广告：15年蓝图部署，预计将成为第二增长曲线

## ■ 5.1.2 腾讯最克制的业务，软硬件能力具备，高速列车即将开动

- 从整体变现效率来看，腾讯广告收入的季度ARPU值（按最高产品MAU）仅仅与FB在非洲、拉丁美洲、中东等地区相当，远低于北美与欧洲，甚至较FB亚太区的ARPU值仍然有30-40%的差距。
- **主要原因包括：1、微信对用户体验的极致追求与对变现的极度克制；2、信息流技术的差距：用户精准定位等；3、变现闭环过去尚未打通，公众号等前端内容与后端变现刚实现对接；**

图表：2015Q1-2018Q1 腾讯广告与FB的季度ARPU值对比（单位：美元）



资料来源：腾讯财报，Facebook财报，东吴证券研究所

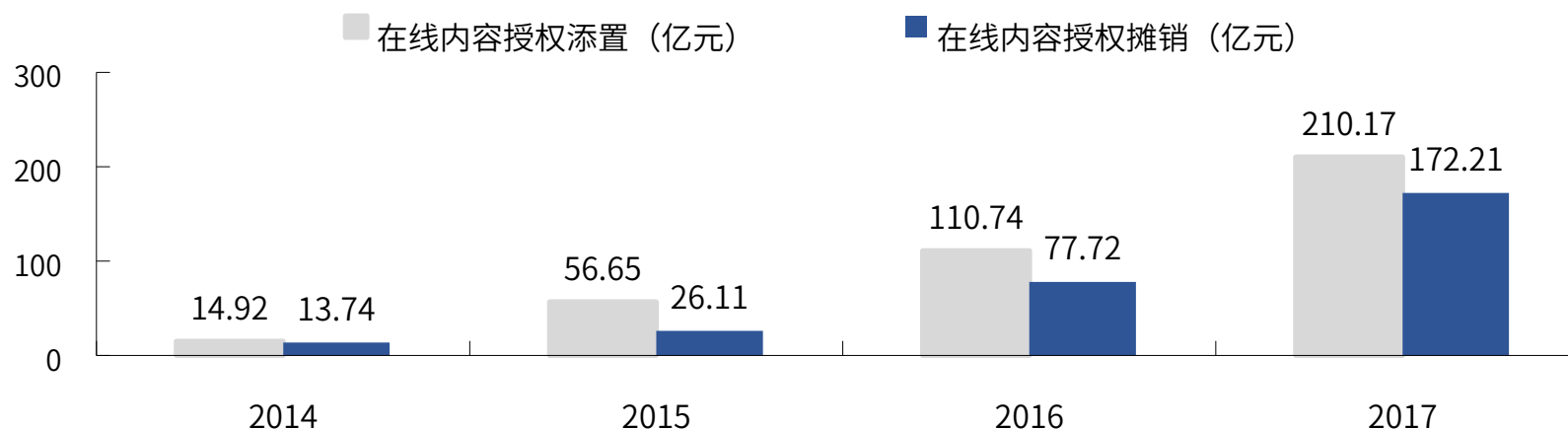
注：汇率换算按1美元=6.3333人民币；Rest of World包括非洲、拉丁美洲和中东的所有用户

# 5.1 广告：15年蓝图部署，预计将成为第二增长曲线

## ■ 5.1.2 腾讯最克制的业务，软硬件能力具备，高速列车即将开动

- 对比中美具有社交属性的腾讯：Facebook与微博，腾讯的广告业务毛利率显著偏低，1Q18仅为31%，主要因为腾讯广告业务的成本中包含了腾讯视频等内容采购的投入与摊销。
- 随着内容版权摊销占广告收入比重持续下降，预计未来几年广告业务的毛利率呈现上升态势。

	2017			1Q2018		
	营业收入	广告占比	销售毛利率	营业收入	广告占比	销售毛利率
FACEBOOK (亿美元)	406.53	98%	87%	119.66	99%	84%
微博 (亿美元)	11.50	87%	80%	3.50	87%	82%
腾讯广告业务 (亿元)	404.39	-	37%	106.89	-	31%

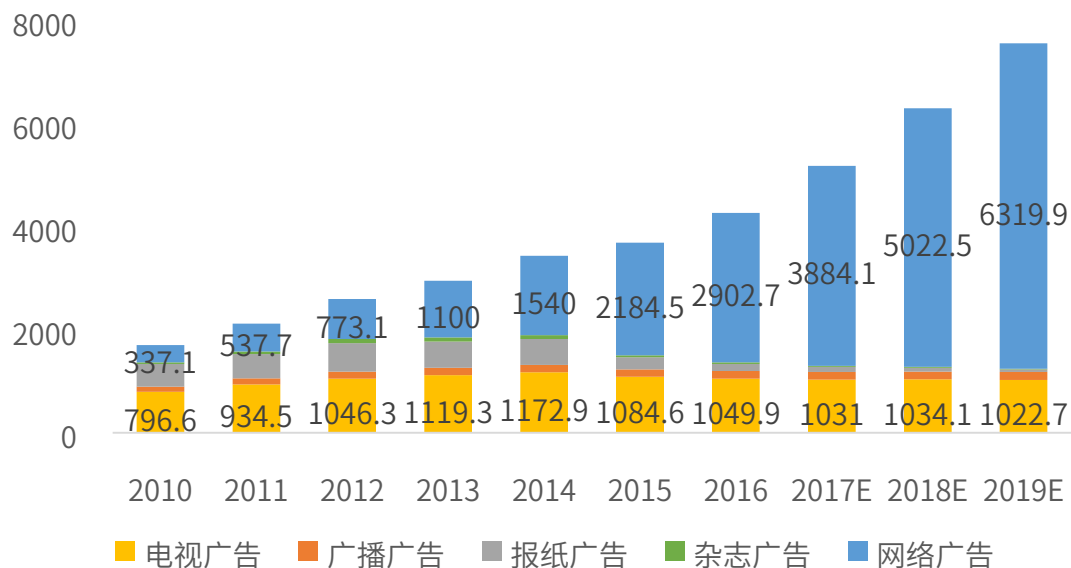


## 5.2 微信逐步释放潜力，小程序“百日成绩单”亮眼

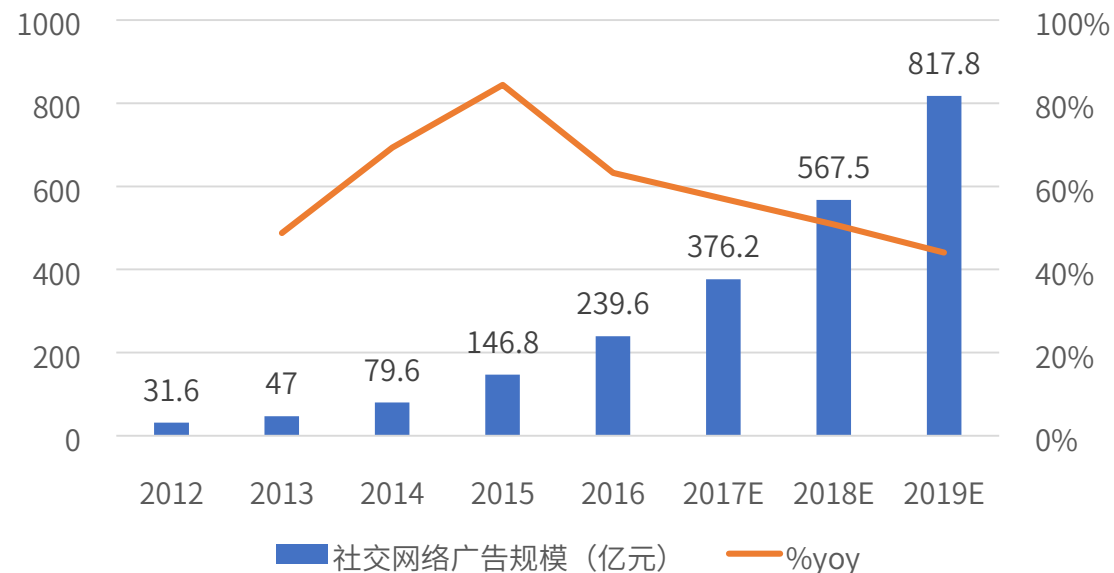
### 5.2.1 行业分析——网络广告规模持续上升，社交广告增速预计领跑

- 中国五大媒体广告收入中，网络广告收入预计维持增长趋势，占比预计将从68%（2016）逐渐上升到84%（2019E）。
- 从细分网络广告市场看，社交网络广告规模增速有望领跑，预计2016-2019年复合增速达到50.56%。

图表：中国五大媒体广告收入规模及预测（单位：亿元）



图表：中国网络广告市场社交网络广告规模



## 5.2 微信逐步释放潜力，小程序“百日成绩单”亮眼

### ■ 5.2.2 社交广告成战略重心，微信逐步释放潜力

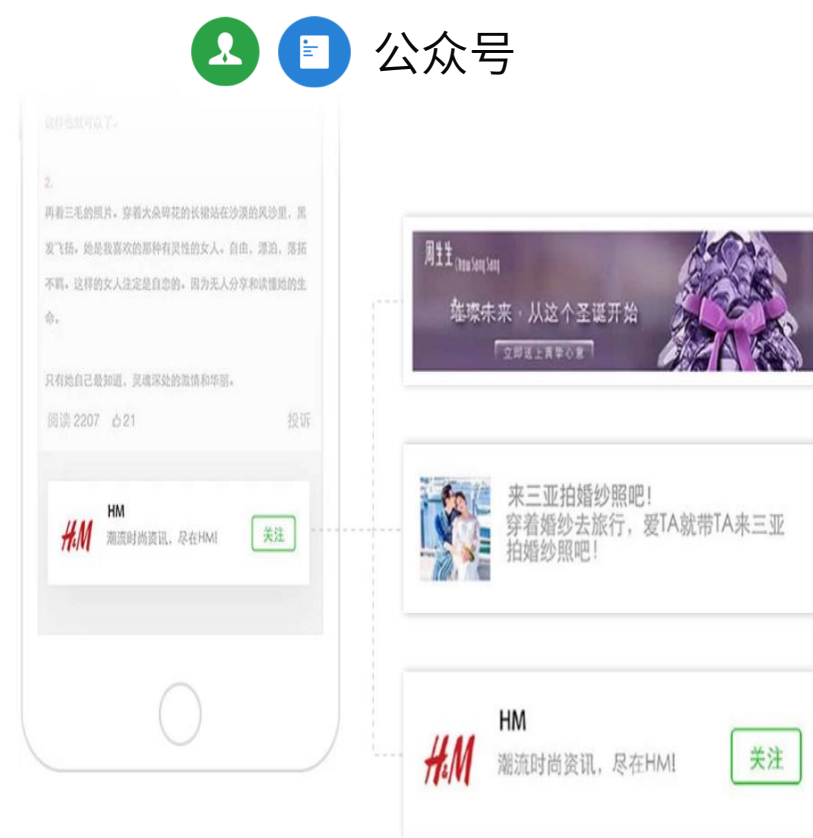
- 腾讯2017年将原广点通与OMG进行整合，改名为“腾讯社交广告”，可以看出腾讯未来对广告业务发展的战略重心将进一步调整，整合后的广告资源可以分为四类：社交网络、移动联盟、工具类、数字资讯&娱乐。



## 5.2 微信逐步释放潜力，小程序“百日成绩单”亮眼

### 5.2.2 社交广告成战略重心，微信逐步释放潜力——现有存货分析

➢ 信息流+存量位置计算：1、微信看一看；2、朋友圈；3、公众号；4、小程序（小游戏）。



## 5.2 微信逐步释放潜力，小程序“百日成绩单”亮眼

### 5.2.3 “百日成绩单”亮眼，小程序成广告“黑马”

- 微信2018年进行多个版本更新，其中下拉小程序菜单大幅增强入口体验，7月13日“我的小程序”功能上线。



## 5.2 微信逐步释放潜力，小程序“百日成绩单”亮眼

### 5.2.3 “百日成绩单”亮眼，小程序成广告“黑马”

- 内容端：小程序广告于2018年3月正式放开，目前广告位置主要为小程序页面内的落地页，当前仅支持图片样式。



#### 广告位置：

小程序页面内，由小程序流量主决定实际播放位置。

#### 产品形态：

广告外层暂时仅支持“图片”样式。

点击外层图片将跳转指定落地页：

小程序落地页（指定路径）、H5外链（自定义）；

#### 推广类型：

暂时仅支持“品牌活动推广”、“电商推广”

#### 购买方式：

对齐公众号底部广告位竞价购买方式，按CPC扣费。

## 5.2 微信逐步释放潜力，小程序“百日成绩单”亮眼

### ■ 5.2.3 “百日成绩单”亮眼，小程序成广告“黑马”

- 游戏端——上线100天，广告日流水超过1000万，eCPM价格超过80元。

图表：微信小游戏100天成绩单（2018年7月）

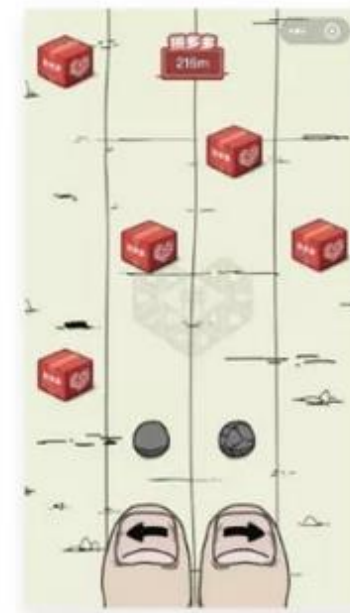


互选定制广告：广告，也是游戏内容的一部分

CPT包断售卖，单笔5:5分成



跳一跳



## 5.2 微信逐步释放潜力，小程序“百日成绩单”亮眼

### ■ 5.2.3 “百日成绩单”亮眼，小程序成广告“黑马”

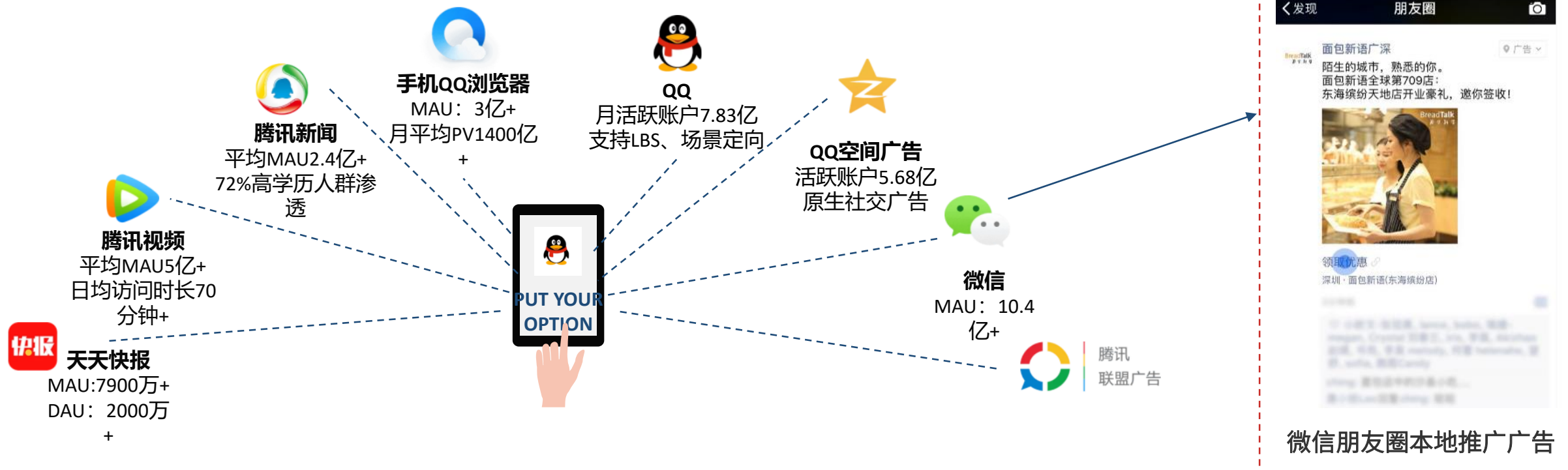
图表：微信广告类型与收费策略（2018年）

微信广告	广告形态	购买方式	收费方式	核心城市	重点城市	普通城市	
朋友圈	图文广告	排期购买	CPM	150	100	50	
		竞价购买	CPM	100~300	60~200	30~200	
	视频广告	排期购买	CPM	180	120	60	
		竞价购买	CPM	100~300	60~200	30~200	
	公众号	底部广告	排期购买	CPC	自由竞价，最低为0.5/次点击		
			竞价购买	CPM	35	30	25
视频贴片广告		排期购买	CPM	自由竞价，最低为10元/CPM			
		竞价购买	CPM	25	20	15	
互选广告		广告推荐	按文章收费	自主决定			
文中广告		竞价购买	CPC	自由竞价，最低为10元/CPM			
小程序	banner广告	竞价购买	CPC	自由竞价，最低为0.5/次点击			
	游戏激励广告	竞价购买	CPM	50~200	40~200	30~200	

## 5.2 微信逐步释放潜力，小程序“百日成绩单”亮眼

### 5.2.4 广告业务展望——品效合一与提高中小区域性广告主将成为未来方向

- 腾讯广告业务未来发展将全面拥抱社交网络、视频与移动广告，集中在两方面：
  - 为大客户提供品效合一的综合解决方案，具体措施包括提高移动联盟份额，整合一体资源；
  - 为长尾客户定向优化算法与升级自助服务工具，提高中小区域性广告主的数量，以朋友圈广告为例，本地推广广告已成为主推服务之一。

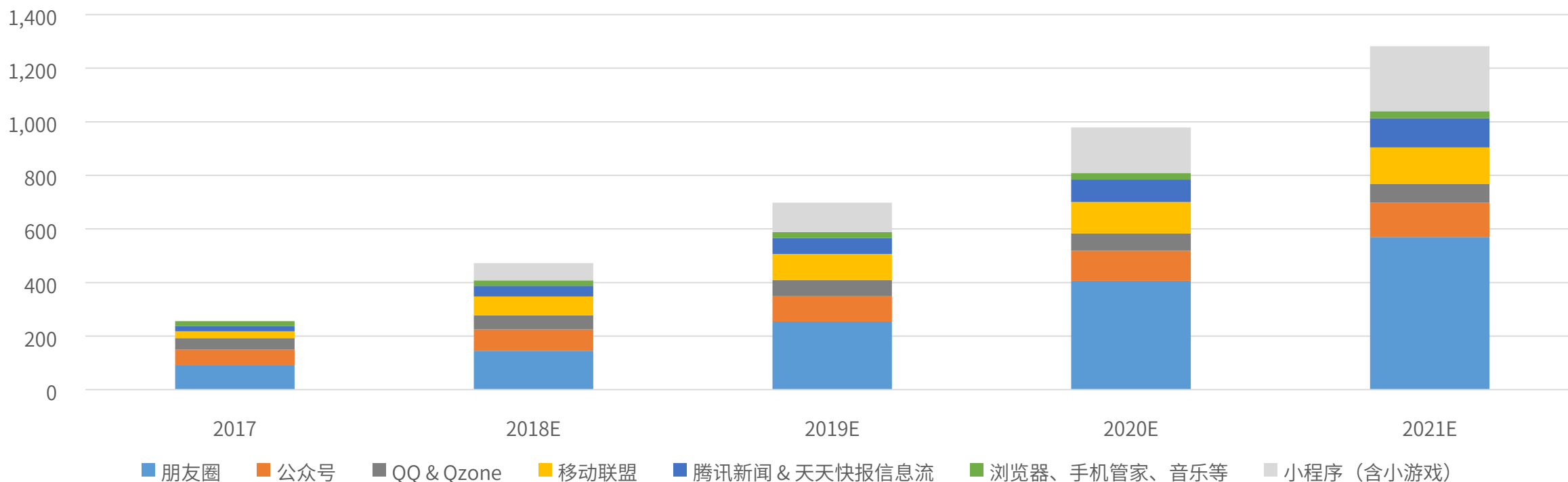


## 5.2 微信逐步释放潜力，小程序“百日成绩单”亮眼

### ■ 5.2.4 广告业务展望——未来收入增长预期

- 随着微信广告潜力的逐步释放，我们认为以**朋友圈**、**小程序**为首的广告资源将得到更大的发挥空间，预计将成为腾讯未来3年广告业务的核心增长驱动。

图表：2017-2021E腾讯社交及其他广告收入拆分预期（单位：亿元）

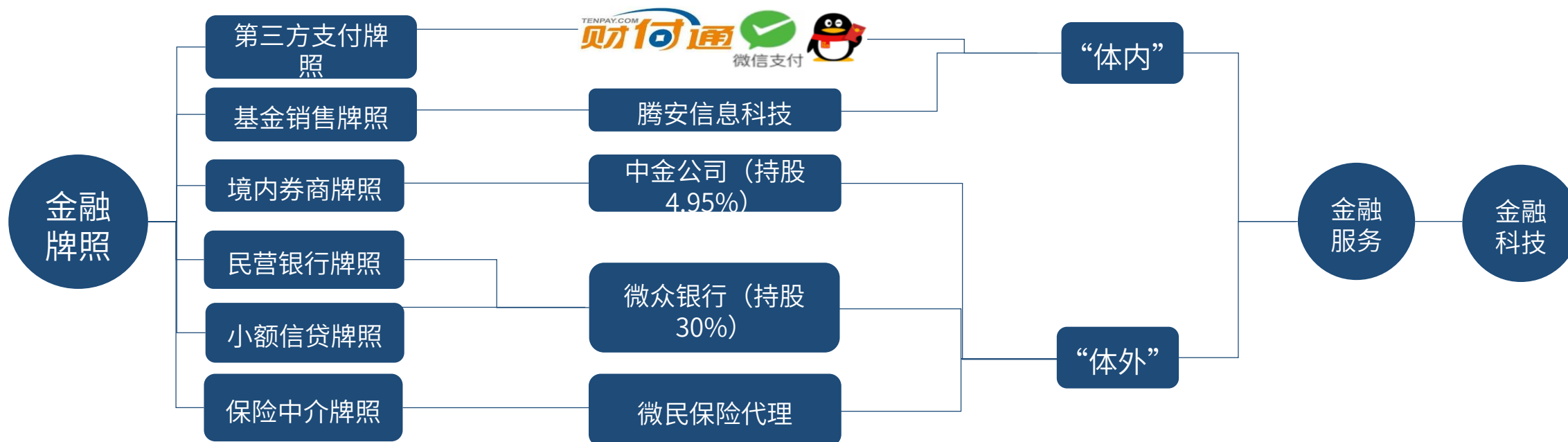


## 六、新看点——金融与云

## 6.1 金融：解决中端支付，打造中期到远期增量

### 6.1.1 遵循需求的演变：即时通讯、社交到娱乐、资讯再到交易、金融

图表：腾讯金融生态图



## 6.1 金融：解决中端支付，打造中期到远期增量

### 6.1.1 遵循需求的演变：即时通讯、社交到娱乐、资讯再到交易、金融

图表：腾讯金融投资参控股公司一览

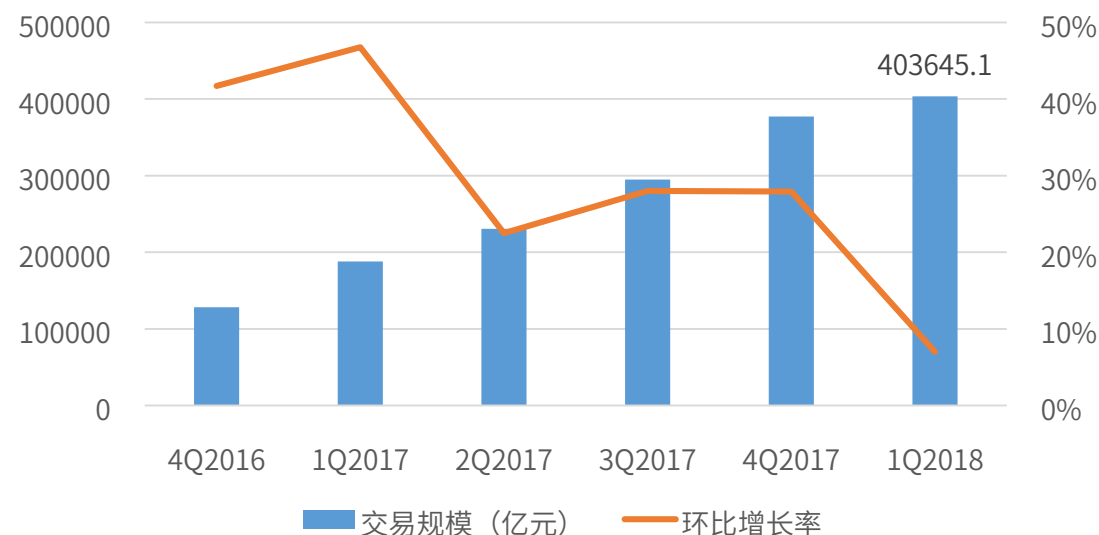
参控股腾讯	占股	持股性质	经由腾讯渠道
微众银行	30%	间接持股	深圳市腾讯网域计算机网络有限公司
中金腾讯	4.95%	间接持股	Tencent Mobility Limited
和泰人寿	15%	直接持股	北京英克必成科技有限公司
众安保险	15%	直接持股	深圳市腾讯计算机系统有限公司
英杰华人寿	20%	直接持股	腾讯控股
财付通网络金融小额贷款有限公司	100%	直接持股	深圳市腾讯计算机系统有限公司持股95% 深圳市世纪凯旋科技有限公司持股5%
腾安基金销售公司	100%	间接持股	深圳市腾讯网域计算机网络有限公司
微民保险代理	57.8%	间接持股	北京驿码神通信息技术有限公司
腾讯征信有限公司	100%	直接持股	深圳市腾讯计算机系统有限公司持股95% 深圳市世纪凯旋科技有限公司持股5%

## 6.1 金融：解决中端支付，打造中期到远期增量

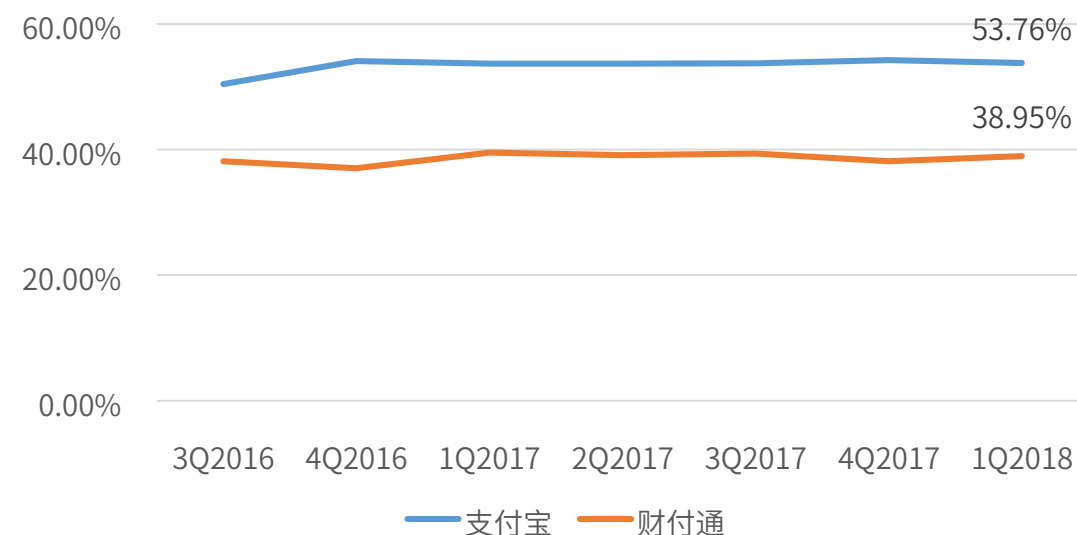
### 6.1.2 持续互联网化改造升级，监管收紧、场景称王

- 根据易观，中国第三方移动支付市场交易规模保持高增速，2018年一季度第三方移动支付市场规模达到40万亿元。
- 从支付市场份额来看，支付宝与财付通的市场份额占比合计达到92%，形成两大寡头的局面。

图表：4Q16-1Q18第三方移动支付市场规模与环比增速



图表：3Q16-1Q18第三方移动支付市场份额



# 6.1 金融：解决中端支付，打造中期到远期增量

## 6.1.2 持续互联网化改造升级，监管收紧、场景称王

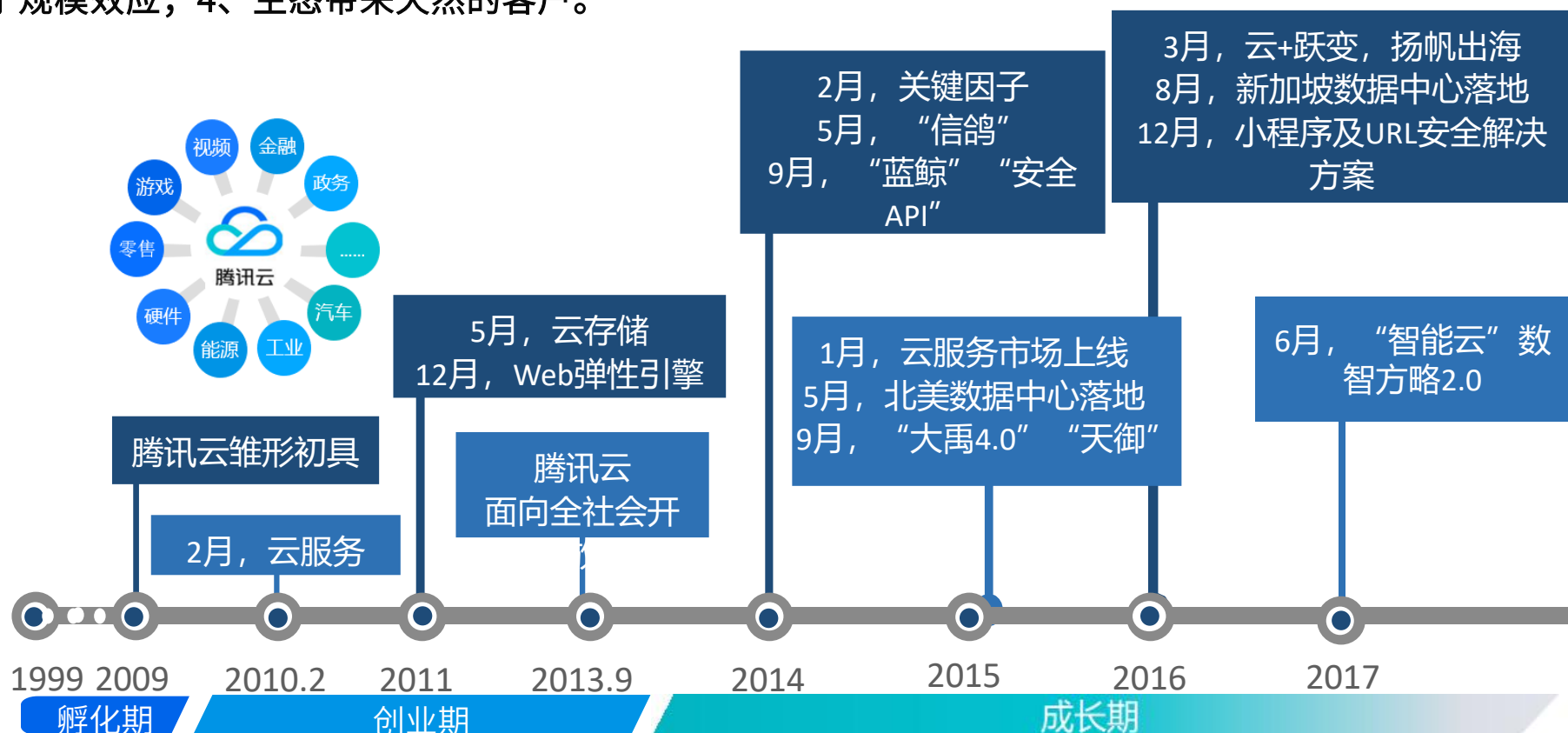
- ▶ 腾讯的钱包九宫格目前主打的三项服务：信用卡还款、微粒贷、理财通，分别对应蚂蚁金服的信用卡还款、借呗、蚂蚁财富；
- ▶ 借贷业务受监管影响，预计对增速有一定压制，我们预计未来理财通的营收占比将逐步提升，同时支付业务随着收费的开展预计营收与毛利率仍将维持上升态势。



## 6.2 云计算：为生态赋能，飞轮的最后拼图

### 6.2.1 腾讯云是否具有类似于亚马逊的“飞轮效应”？

- 云计算对于巨头而言具有天然的屏障：1、前期投入与固定成本高；2、自身是第一个大客户；3、受益于规模效应；4、生态带来天然的客户。



## 6.2 云计算：为生态赋能，飞轮的最后拼图

### 6.2.2 核心壁垒如何承载起大数据和人工智能？

- **云计算、大数据、人工智能紧密相连：**“在云上用人工智能处理大数据”。
- **云厂商的优势：**1、运算能力；2、算法能力；3、数据量；机器学习极度依赖于运算能力、样本量和对算法的调优，这是生态型玩家的天然屏障。
- 我们认为云计算作为生态的基础以及企业服务的敲门砖，整体投入与回报周期较长，将是腾讯的远期增长点。

图表：腾讯云提供的人工智能与大数据产品

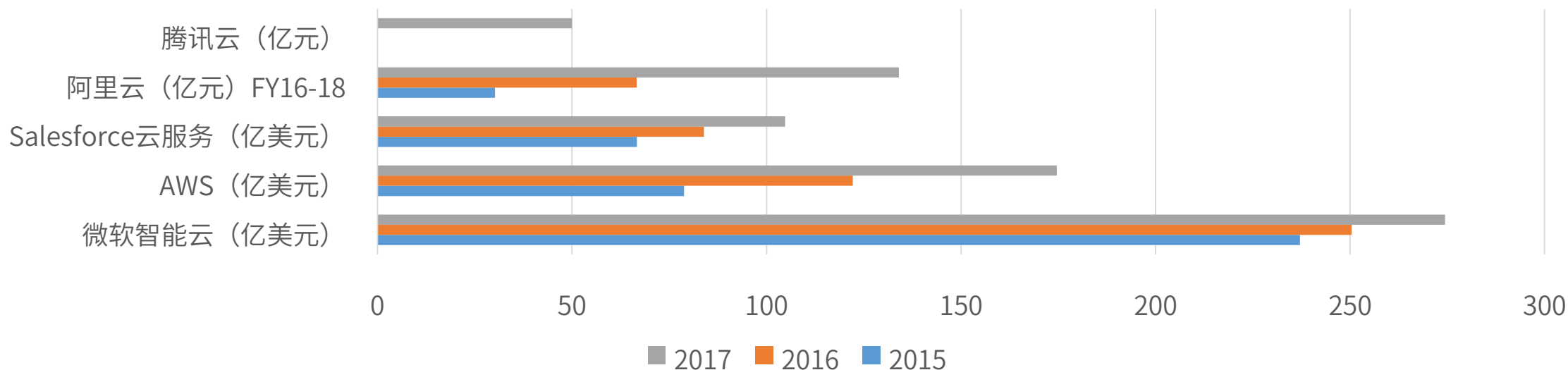
人工智能 (AI)		大数据基础服务	大数据可视化服务	大数据应用服务
智能鉴黄	客服机器人	大数据处理套件	大数据可视交互系统	智能推荐
文字识别	文智自然语言处理	弹性 MapReduce	商业智能分析	数字营销
人脸识别	机器翻译	数据工坊	云图 NEW	云搜
人脸核身	DI-X深度学习平台	云推荐引擎		文智公众趋势分析
人脸融合 NEW	机智机器学习	DI-P实时多维分析引擎		微金小云客服
语音识别	腾讯云小微			
语音合成	知识图谱 NEW			
声纹识别	内容理解 NEW			

## 6.2 云计算：为生态赋能，飞轮的最后拼图

### 6.2.3 海内外云服务巨头比较

- 云业务在海外巨头上屡超预期，AWS在1Q18实现54亿美元营收，同比增长49%，带动亚马逊业绩再次超出市场预期；
- 阿里云近三个财年的年增长率分别为138%、121%、101%，最新一个季度的营收同比增长103%至43.85亿元；

图表：海内外云服务巨头比较



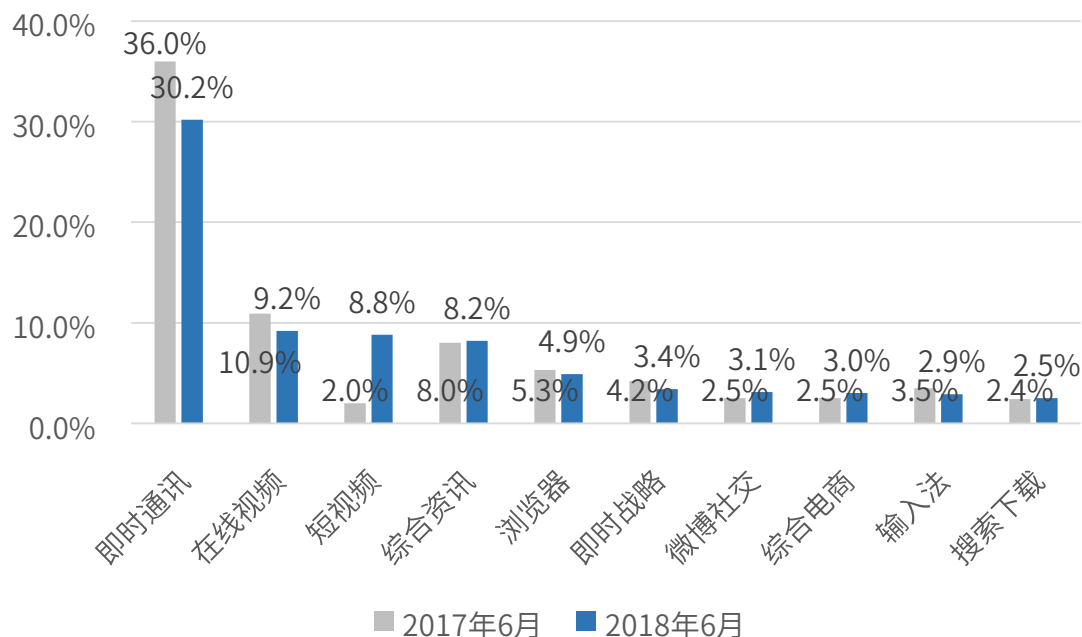
## 七、展望篇——盛极而衰？

# 7.1 展望：腾讯是否已进入盛极而衰的下行通道？

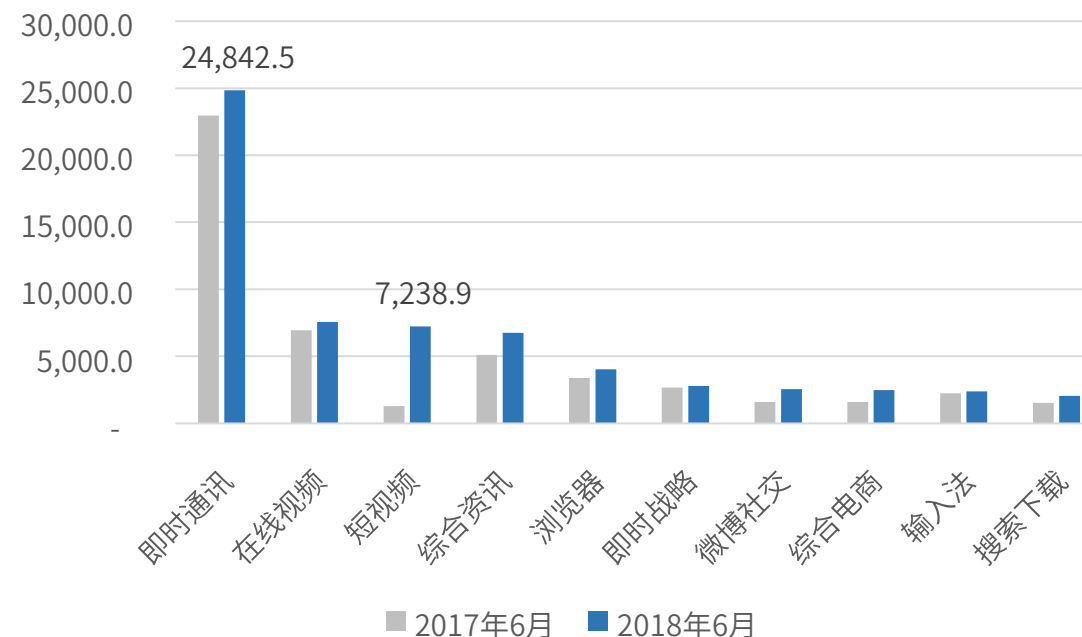
## 7.1.1 从时长而言，腾讯依旧维持健康增长

- 根据QuestMobile的数据，2018年6月即时通讯时长占比从2017年6月份的**36.0%**下降到**30.2%**；
- 考虑整体时长的增长，2018年6月以微信、QQ等为主的即时通讯细分行业依然保持**8%**的同比增速，总使用时长达到24842亿分钟。

图表：中国移动互联网二级细分热门行业总使用时长占比



图表：中国移动互联网二级细分热门行业总使用时长（亿分钟）

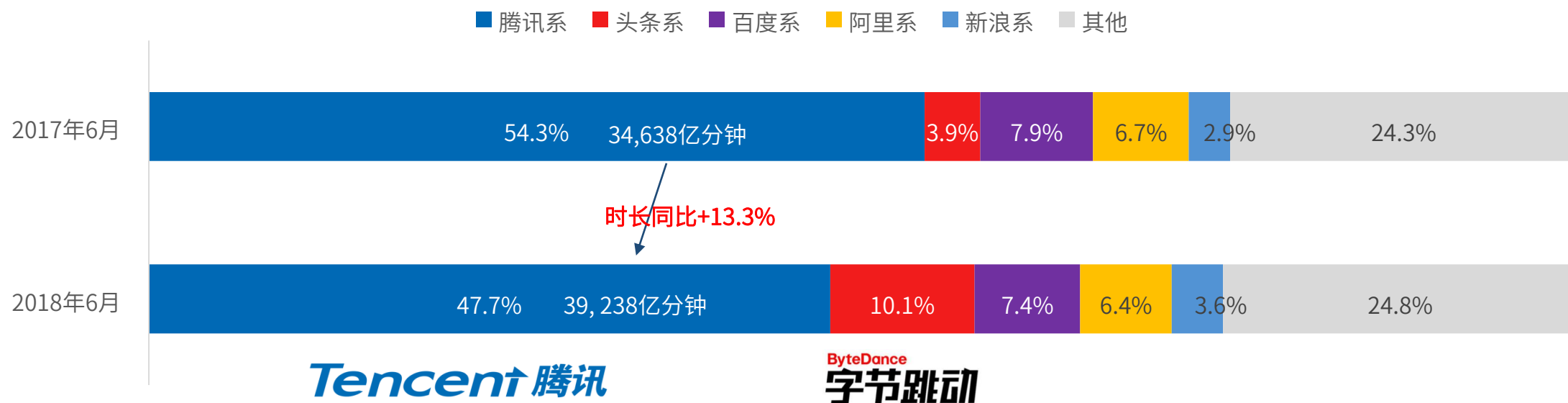


# 7.1 展望：腾讯是否已进入盛极而衰的下行通道？

## 7.1.1 从时长而言，腾讯依旧维持健康增长

- 在最新的互联网巨头独立APP总使用时长比较中，腾讯系APP的总使用时长从2017年6月的34638亿分钟，增长至39238亿分钟，同比增长13.3%。
- 腾讯系APP在总使用时长与时长占比中依然遥遥领先，且增长趋势依旧保持健康态势。**

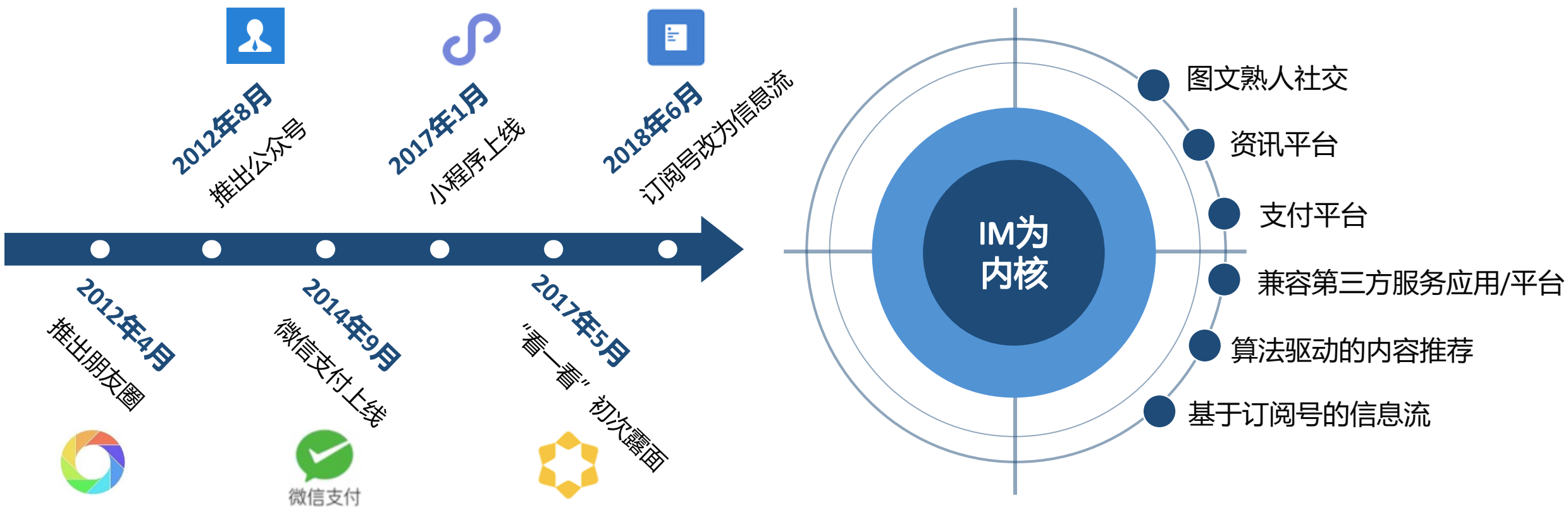
图表：中国移动互联网各巨头独立APP总使用时长占比



# 7.1 展望：腾讯是否已进入盛极而衰的下行通道？

## 7.1.2 微信挑战与机遇并存，小程序打开了新的成长空间

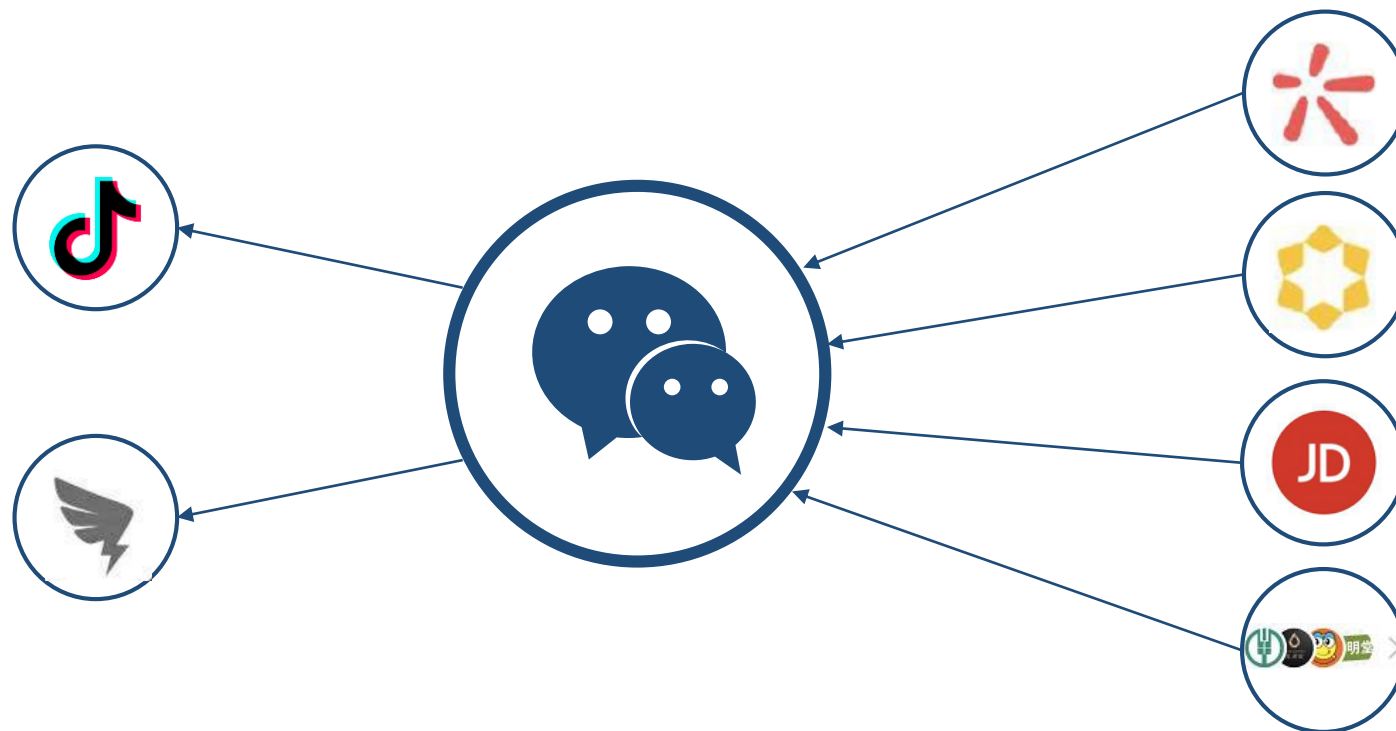
- 2011年1月上线以来，微信在用户数保持高速增长的过程中，推出了一系列功能，已经成为了以IM为内核，兼具熟人社交、资讯、支付、第三方服务的超级APP。



# 7.1 展望：腾讯是否已进入盛极而衰的下行通道？

## ■ 7.1.2 微信挑战与机遇并存，小程序打开了新的成长空间

- 从2017年短视频爆发开始，似乎资讯与视频分发正慢慢地从微信这个“巨无霸”上切割用户注意力；但是微信2018年围绕小程序的一系列举动，似乎看到了更大的“野心”。
- 微信通过“搜一搜”、“看一看”、“小程序电商”、“附近的小程序”，分别向搜索、资讯、电商、O2O发起进攻，未来在培养新用户习惯与企业服务的结合上有望出现新的契机。



- **市场竞争加剧风险：**用户数与用户时长进入存量博弈阶段，细分赛道上存在同业竞争风险，在内容投入持续加大的情况下，市场竞争可能加剧，从而影响业绩的释放。
- **政策监管风险：**泛娱乐、资讯等涉及内容监管问题，内容监管加严可能影响业务的发展进度，金融业务同样面临政策监管风险。
- **业务整合发展低于预期：**存量环境下变现效率的提升主要包括广告、会员收入、内容付费、企业服务等，广告业务等整合进展存在低于预期可能。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本腾讯”）的客户使用。本腾讯不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本腾讯不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的腾讯所发行的证券并进行交易，还可能为这些腾讯提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本腾讯分析师认为可靠且已公开的信息，本腾讯力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本腾讯可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本腾讯所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

腾讯投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

腾讯网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园