

细水长流 万业互联

——腾讯控股 (00700.HK)



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

公司核心竞争力在于极致产品力基础上积累的超级流量,以及长期在开放生态中互联互通带来的多维变现。

C 端细水长流: Freemium 基因稳固敌手难寻,高流量+低 ARPU 筑就高壁垒。

◆ **游戏: 高 MAU +ARPU 稳定造就世界龙头。** 中国市场增速领先全球, 手游升级全球主战场: 1) 作为世界龙头, 腾讯领跑高增速、大体量手游赛道, 国内发展土壤优质 (超级流量壁垒, 用户习惯上偏爱手游, 尤其是新游戏)。2) 国人游戏支出能力持续提升 (2015-2018 年 CAGR 40%, 对比美、欧、日 17%、0%、14%), 消费水平超越欧盟、直追日美。预期腾讯手游用户数将持续攀升, 新游戏备受瞩目, ARPU 稳定但与网易相比仍有巨大提升空间, 出海带动业绩增长亦可期。腾讯游戏板块 2020 年整体收入预计增速在 13%。

◆ **数字服务: 付费是大势所趋。** 对照国际经验, 受益于国内版权意识提高和付费习惯形成, MAU、付费率、ARPPU 均有望提高, 在线视频、音乐娱乐、在线阅读等数字业务增速未来三年预期增速在 20% 以上。

B 端万业互联: 社交赋能多元场景商业变现, 产业互联网新愿景稳步实现中。

◆ **广告: 社交广告是未来主要增长方向, 视频广告行业辉煌不再。** 从 DAU、信息量、加载率、CPM 四个指标分拆社交广告空间, 我们认为朋友圈广告投放最为克制 (加载率远低于竞争对手, 50%E), 小程序作为一个超级 APP 入口增速最快 (77%E)、公众号增速进入稳定期 (30%E)。疫情影响有限, 但媒体广告可能继续维持负增速, 2020 年广告业务收入预计增速在 35%。

◆ **金融科技与企业服务: 战略突破与转型的开始。** 1) **金融科技:** 移动支付浪潮势不可挡, 凭借流量优势理财通在线下消费和个人交易领域更占优势; 在资金转移渠道上, 理财通逐渐缩小与支付宝之间的服务差异; 年龄分布上理财通用户更具老龄化特征, 更大概率吸引资产规模增速更快的高净值客群投资。2) **云计算:** 全球公有云市场增速进入 20% 以下时代, 国内起步较晚目前整体增速高于全球约 10pct, IaaS 仍是增长最快的细分领域。全球云计算市场格局稳定且集中度有望进一步提高。腾讯目前国内市场份额仅次于阿里云, 追赶有力, 产业互联网政策利好且优势领域发力明显。预期板块增速 30% 以上。

投资建议: 公司拥有流量上的超级壁垒, 消费互联网细水长流的变现模式根基深厚, 广告、金融科技与企服增速亮眼, B 端延伸融合有望实现万业互联, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1,119 亿/1,324 亿/1,549 亿元, EPS 为 11.71/13.86/16.21 元, 当前股价对应 P/E 为 35X/30X/25X, 维持“买入”评级。

风险提示: 用户增长不及预期; 疫情对宏观经济的冲击; 股市整体低迷

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	312,694	377,289	465,682	576,414	702,128
增长率 (%)	31.5%	20.7%	23.4%	23.8%	21.8%
归母净利润 (百万元)	78,719	93,310	111,907	132,394	154,882

敬请参阅最后一页免责声明

评级 买入 (调高)

2020 年 04 月 18 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2020.04.17

总市值/流通市值 (亿港元)	39,130
总股本 (亿股)	95.53
资产负债率	48.76%
每股净资产 (元)	45.30
收盘价 (港元)	409.60

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

证券研究报告

增长率 (%)	10.1%	18.5%	19.9%	18.3%	17.0%
净资产收益率 (%)	24.3%	21.6%	20.9%	20.2%	19.5%
每股收益(元)	8.34	9.86	11.71	13.86	16.21
PE	49.1	41.5	35.0	29.6	25.3
PB	12.0	9.0	7.3	6.0	4.9

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 从种子到森林：顶级流量的核心驱动力是什么？	8
1.1 艰难的萌芽阶段：解决了用户问题的产品才是好产品	8
1.2 大树是如何长成的：以流量为入口多领域开枝散叶	9
1.3 从大树到森林：以微信为核心的开放生态	10
1.4 森林之后是更大的森林	12
1.4.1 Freemium 模式进一步渗透以提高消费互联网变现能力	12
1.4.2 产业互联网：森林的生产要素新动能	13
2. 游戏：高 MAU +ARPU 稳定=世界龙头	15
2.1 中国游戏市场增速领先全球 手游升级全球主战场	17
2.2 全球游戏市场集中度进一步提高	19
2.3 中国手游市场份额再创新高 国人消费水平增速明显	21
2.4 国内政策扶持偏向产业龙头	23
2.5 中国市场“喜新厌旧”促进国内厂商研发能力不断提升	26
2.6 时势造英雄：腾讯游戏的崛起之路	26
2.6.1 精选细分品类确保领先	27
2.6.2 社交软件构建高用户壁垒 轻易收割成熟市场	28
2.7 腾讯游戏为什么仍值得期待？	29
2.7.1 细水长流：手游 ARPU 仍有巨大空间	30
2.7.2 游戏出海是业绩新增长点	31
2.7.3 游戏版号审批趋严 加速行业落后产能清退	34
2.7.4 游戏本身是一种文化输出而并不仅仅是印钞机	36
3. 数字内容：付费是大势所趋	38
3.1 在线视频	38
3.1.1 在线视频为什么赚钱？	39
3.1.2 在线视频未来两大增长方向	42
3.2 直播及音乐	43
3.3 数字内容业绩预测	46
4. 网络广告：社交赋能，增长可期	48
4.1 社交广告是未来的方向	49
4.2 视频广告为何辉煌不再？	51
4.3 社交广告空间几何？	53
4.3.1 微信朋友圈的广告空间	55
4.3.2 小程序广告处于加速发展期	56
4.3.3 公众号广告及其他	58
4.4 疫情对广告行业的影响有限，网络广告有望突围	59
5. 金融科技与企业服务：战略突破与转型	61
5.1 金融科技	62
5.1.1 2C 端 Freemium 模式：高频业务免费+低频业务付费	63
5.1.2 财付通具备财富管理市场领军优势	66
5.1.3 2B 业务：服务费规模将持续提高	69
5.2 云计算：中国进入快速发展期，工业互联网时代已来	70
5.2.1 国内云计算市场增速领先全球 IaaS 仍是增长最快的细分领域	70
5.2.2 政策端发力企业上云和工业互联网	73

5.2.3 腾讯云 VS 阿里云.....	75
6. 业绩预测与估值.....	78
6.1.1 关键假设与业绩预测.....	78
6.1.2 估值分析与投资建议.....	79
7. 风险提示.....	80

图表目录

图 1: 中美互联网用户数及主要 APP 发布时间对比.....	9
图 2: 2010 年以来腾讯历年投资项目数量分布.....	11
图 3: 腾讯历年收入结构 (单位: 亿元) 和发展历程.....	11
图 4: 微信 MAU (百万人) 及同比增速.....	12
图 5: 腾讯主要业务平台及在国内的排名展示.....	13
图 6: 产业互联网是互联网发展模式的深化.....	13
图 7: 产业互联网 VS 消费互联网.....	13
图 8: 腾讯产业互联网生态全景图.....	14
图 9: 手游&端游收入及增速.....	15
图 10: 2016-2019 腾讯游戏季度收入 (单位: 百万) 与增速.....	16
图 11: 2014-2019 手游业务占比不断提升.....	16
图 12: 2010-2019 (预测) 世界 TOP 10 收入游戏.....	16
图 13: 2020 年 2 月全球热门游戏收入排行.....	17
图 14: 2020 年 1 月全球热门游戏收入排行.....	17
图 15: 2015-2022E 全球/中国游戏市场规模及增速.....	17
图 16: 2018 全球重点国家地区游戏市场规模按终端分布.....	18
图 17: 2015-2022E 全球移动游戏市场增速领先市场整体增速.....	19
图 18: 2015-2022E 全球游戏市场规模按终端划分.....	19
图 19: 2016 年全球游戏市场份额分布.....	20
图 20: 2018 年全球游戏市场份额分布.....	20
图 21: 2018 全球重点国家地区游戏市场规模 (单位: 亿元).....	20
图 22: 2016-2019H1 中国主要上市游戏厂商收入 (亿元).....	20
图 23: 2018 年中国主要上市游戏厂商收入分布.....	20
图 24: 2010-2019 年中国下载量及收入最高的移动游戏 Top10.....	21
图 25: 2015-2018 移动游戏市场份额占比变化.....	21
图 26: 中国手游增速 VS 全球&国内游戏行业整体增速.....	22
图 27: 不同用户群体手游付费率与付费金额分布.....	23
图 28: 2018 年各市场流水 TOP50 移动游戏上线时间数量占比分布.....	26
图 29: 2007 年腾讯关于细分品类的思考.....	27
图 30: 2013 年腾讯在除 PRG 外主要的细分品类市场都获得的领先地位.....	28
图 31: MAU: 荒野行动 VS 和平精英.....	29
图 32: 不同付费因素条件下的用户付费可能性.....	30
图 33: 腾讯 VS 网易 ARPU (元/人) 及季度增速.....	31
图 34: 腾讯 VS 网易 MAU (百万人) 及季度增速.....	31
图 35: 暴雪 ARPU (美元/人) 及季度同比增速.....	31
图 36: 暴雪 MAU (百万人) 及季度同比增速.....	31
图 37: 2008-2019 中国游戏出口情况.....	32
图 38: 2018 年日本市场收入 Top 50 移动游戏各类数量分布.....	32

图 39: 2018 年印尼市场收入 Top 50 移动游戏各类数量分布	32
图 40: 2019 年 10 月国内各类手游 MAU	32
图 41: 2014-2018 年各地区游戏市场年均增长率	33
图 42: 2018 年印尼市场收入 Top 50 移动游戏各类数量分布	33
图 43: 2018-2020Q1 国产游戏版号审批个数	34
图 44: 2018-2020Q1 国产游戏版号终端类型分布	34
图 45: 2018-2020Q1 进口游戏版号审批个数	35
图 46: 2018-2020Q1 国产游戏版号终端类型分布	35
图 47: 游戏公司数量变化	36
图 48: 王者荣耀中的角色为某品牌代言	37
图 49: 腾讯数字内容业务收入 (亿元) 及增速	38
图 50: 腾讯数字内容业务收入占比	38
图 51: 2019 年 9 月泛娱乐行业各领域渗透率及增速	39
图 52: 2019H1 20-50 岁消费主力人群休闲娱乐付费情况	40
图 53: Netflix 付费用户数 (千人) 及环比增速	41
图 54: Netflix 美国流媒体收入 (百万美元) 及环比增速	41
图 55: Netflix ARPPU (美元/人/月) 及环比增速	41
图 56: 爱奇艺 ARPPU (元/人/月)	41
图 57: 移动网民人均 APP 使用时长分布	42
图 58: 订阅用户数腾讯视频 VS 爱奇艺	43
图 59: 活跃用户付费率腾讯视频 VS 爱奇艺	43
图 60: 腾讯音乐收入 (单位: 亿元)	44
图 61: TME 四大 APP 展示	44
图 62: 腾讯音乐付费用户数及环比增速	45
图 63: 在线音乐 VS 社交娱乐的 ARPPU 及付费率	46
图 64: 中国网络视频分类型市场规模 (亿元) 及增速	46
图 65: 腾讯数字内容业务收入 (亿元) 及增速	48
图 66: 腾讯广告业务占总收入比	48
图 67: DMP 平台广告投放流程	48
图 68: 微信广告精准投放客群标签可选项示意图	48
图 69: 腾讯客群标签体系	49
图 70: 国内六大媒体广告市场规模 (单位: 亿元)	49
图 71: 国内六大媒体广告市场规模增速	49
图 72: 国内六大媒体广告市场规模占比情况	50
图 73: 国内各类形式网络广告分布情况	50
图 74: 国内各类形式广告市场规模 (单位: 亿美元)	50
图 75: 国内各类形式广告分布情况	50
图 76: 2009-2017 年在线视频收入分布	52
图 77: 2019 年 33.8% 的活跃用户来自社交分享与裂变	57
图 78: 社交广告 ARPU	58
图 79: 广告增速与宏观经济增速对比	59
图 80: 五大主要广告形式规模增速	59
图 81: 全球移动支付规模 (十亿美元) 及预测 CAGR	60
图 82: 金融科技与企业服务 (含其他) 收入	61
图 83: 金融科技与企业服务收入 (含其他) 占比	61
图 84: 全球移动支付规模 (十亿美元) 及预测 CAGR	62

图 85: 2011-2018 中国第三方支付交易规模	63
图 86: 2011-2018 移动支付占比	63
图 87: 2019Q3 四大场景交易金额和交易笔数分布	64
图 88: 2019Q3 移动支付场景分布	64
图 89: 中国财富管理规模及增速	66
图 90: 中国互联网理财用户规模及使用率	66
图 91: 理财热度指数	66
图 92: 中国个人持有的可投资资产总体规模(万亿元)	67
图 93: 高净值人群个人持有可投资资产规模分布	67
图 94: 高净值人群人数分布	67
图 95: 高净值人群人均个人持有可投资资产规模(万元)	67
图 96: 各类群体年龄分布对比	68
图 97: 理财通资金管理规模(亿元)及增速	69
图 98: 理财通资金管理规模占财富管理总规模比重	69
图 99: 不同类型云计算比较	70
图 100: 全球公有云市场规模及增速	71
图 101: 我国公有云市场规模及增速	71
图 102: 我国私有云市场规模及增速	72
图 103: 全球、亚洲、国内云计算市场分布情况	73
图 104: 市值量化回归与预测模型	79
表 1: 按载体划分的三大游戏类别对比	18
表 2: 2015-2018 重点国家地区移动游戏市场规模及人均年度移动游戏支出	22
表 3: 历年游戏行业政策梳理	24
表 4: 腾讯游戏对标其他厂商示例	28
表 5: 2018 年各市场流水 TOP50 外来游戏产品数量、流水占比情况	33
表 6: 月均国产审批通过游戏数	34
表 7: 2020 年腾讯网易获批国产游戏一览	35
表 8: 2020 备受期待的几款腾讯游戏梳理	36
表 9: 国内五大主流视频网站对比	38
表 10: Netflix 历年涨价情况一览	40
表 11: 2020-2022 数字服务板块业绩预测	47
表 12: 微信内各场景广告位及分成模式对比	53
表 13: 微信主要广告位售价	54
表 14: 头条、抖音、微博广告售价	54
表 15: 主流社交平台信息流广告指标比较	55
表 16: 小程序平台对比	56
表 17: 小程序 2017-2019 关键指标一览	58
表 18: 2019Q1-Q3 移动支付及互联网支付规模	63
表 19: 四大场景示例	64
表 20: 财付通收费模块及标准	65
表 21: 支付宝收费模块及标准	65
表 22: 腾讯对商户收费标准	69
表 23: 支付宝对商户收费标准	69
表 24: 国际、国内前三大厂商云计算收入及增速	73
表 25: 云计算重点政策梳理(标黄为工业互联网相关政策)	74

表 26: 阿里云和腾讯云对比.....	75
表 27: 腾讯云 VS 阿里云官网客户案例对比	77
表 28: 腾讯收入分拆与业绩预测.....	78
表 29: 各分部毛利率分拆及预测.....	79
表 30: 可比公司 PE 与市值.....	80
表 31: 公司盈利预测表.....	81

1. 从种子到森林：顶级流量的核心驱动力是什么？

通过对腾讯过去 20 年历史的追溯反思，我们认为把产品做到极致，筑造了腾讯的顶级流量壁垒。产品的核心功能就是帮助用户解决某些方面的需求，产品经理需要将核心能力做到极致来实现差异化，比如解决存储上的痛点、提高文件传输的速度、缩短产品下载的时间、增加新功能让用户使用起来更方便等，最终在后发的情况下打败了 ICQ，联众，MSN，米聊等一众竞争对手。

1.1 艰难的萌芽阶段：解决了用户问题的产品才是好产品

极致，需要永远把用户体验放在第一位。

腾讯的源头产品是即时通讯，产品功能的领先是产品受欢迎的主要原因。1996 年即时通讯的始祖 ICQ 诞生，1998 年底，确定国内市场成熟前提下，马化腾和几位创始人决定开发一款国内即时通讯软件，此时国内已经有一些汉化 ICQ 软件，但使用度不高，1999 年 2 月，QQ（原名 OICQ，后文简称 QQ）问世，2000 年这款软件已经成为国内霸主，创始团队的执行力可见一斑。

在之后的至少五年里，QQ 一直危机起伏，但 QQ 一直坚持一件事：解决用户痛点，让产品更好用，小步快跑，试错迭代，真正的好产品总能笑到最后：

研发伊始的本土化创新。QQ 研发伊始对比 ICQ 率先实现了两个功能创新：第一个创新缩小了软件大小到 220kb，用户下载时长从几十分钟缩短到 5 分钟；第二个创新解决了关键的内容和朋友列表的存储问题，在网吧上网为主流的年代，让好友关系随着账号走而不受硬件影响，以此击败同期对手。

以 MSN、ICQ 为代表的国外竞争对手冲击。

- ◆ 2004 年 MSN 进入中国，最终退出主要是因为产品功能上的懒惰与滞后：包括群聊功能滞后（QQ2002 年首发 VS MSN2006 年）、离线消息滞后（2005 年提出 2008 年总部才批准）及大文件传输速度明显更慢等；此外，MSN 全球统一开发模式下遇到区域本土化困难，市场和研发分裂管理，研发和中国市场需求沟通不及时，变现传导探索上不通畅，网络也不稳定。2012 年，MSN 仅 4500 万用户，而 QQ 有 6 亿。
- ◆ ICQ 同年进入大举进军中国市场，但晚于 MSN。ICQ 虽为始祖，1998 年被美国在线收购后一直未能得到重视（那时国际市场的必争之地在门户网站），内建了搜索功能反而使软件变得臃肿，加上不太受欢迎的广告栏，产品本身在海外就逐渐落后于 MSN 和 Skype。由于没有中文版，90 年代末 QQ 出现前，中国市场都由其他汉化软件占领，但这些软件也并未真正重视即时通讯这样一个非盈利项目，功能上均存在瑕疵。

以网易、雅虎、新浪为代表的国内竞争对手围剿。2002 年末，以网易为代表的国内竞争对手陆续推出自己的即时通讯工具围剿 QQ，甚至互相导流。这些工具中加入网络电话功能，引来国内通信运营商对互联网公司的政策管制，所有电信梦网类合作项目关闭，除腾讯外的所有互联网大厂基本在这次整顿中退出（无利可图），腾讯 2003 年开始效仿韩国开发出 QQ 秀、黄钻等虚拟增值服务来变现。2005 年

Q1, 互联网增值服务的营收规模已经超过了电信增值服务。

以移动为代表的通信运营商强制互联。2000-2005年, 腾讯 90% 以上收入来自中国移动。2004 年下半年, 移动提出调高自己在无线增值服务上的分成比例, 这块业务占比过高且通道资源掌握在移动手中, 腾讯只能妥协。2006 强制产品合并、互通互联, 这次触及到用户根基, 腾讯的选择是拒绝妥协, QQ 业务完全剥离, 彻底摆脱对移动的入口依赖。

因此, 究竟是什么让腾讯拥有现在难以颠覆的顶级流量? 我们认为至少有三点:

- ◆ 将产品做到极致的基因, 通过不断创新优化带来更好的用户体验, 案例不胜枚举;
- ◆ 国内外竞争对手在产品功能上的懒惰或失误;
- ◆ 好的产品吸引足够多的用户, 因此在迷茫期和困难期依然选择坚持。

1.2 大树是如何长成的: 以流量为入口多领域开枝散叶

中国互联网起步晚于美国, 2006 年起中国互联网用户数开始加速腾飞, QQ 逐渐在即时通讯领域站稳脚跟, 以此为流量入口, 借助用户增长红利, 在娱乐、游戏、电商、搜索等领域持续推出优质新产品, 以抢夺用户的需求 (而非迎合)。

图1: 中美互联网用户数及主要 APP 发布时间对比



资料来源: Wind, 公司官网, 公开资料整理, 申港证券研究所

2004 年, 随着 Myspce (博客) 和 Facebook 的出现, 全球社交网络意识觉醒, SNS 产品开始爆发。2007 年 Facebook 宣布向所有开发者开放 API, 以开放快速换取平台内应用程序的繁荣, 国内的 SNS 社区也开始效仿, 企图追求野蛮生长。

2005 年开始, 腾讯推出 QQ 空间和 QQ 音乐, 通过升级黄钻、绿钻、红钻会员特权服务体系以完成变现, 一半以上的用户为了 QQ 音乐的背景音乐充值绿钻。同年, 51 网全面模仿 QQ 空间, 在网吧埋点宣传竞争、开发外挂软件直接对 QQ 后台进

行干扰，但最终败于过度开放、急于逐利（一次性接入过多游戏以至于管理失控）和管理层波动。

这一阶段，腾讯的开枝散叶仍具有系统内部封闭性，并没有全面开放平台，主要是因为：

- ◆ **全球角度看：**与 Facebook 的全球开放战略不同，这一阶段，腾讯面临的主要还是国内对手的竞争，无需参与全球化开放。
- ◆ **国内角度看：**腾讯本身就是市场上最优秀的产品开发者之一，应用程序赛道的开放可能是机遇，但不会带来决定性的增长（因为腾讯自己也会开发产品），此外还会面临挑战（51 的案例是最好的说明）。2005 年，QQ 活跃用户数 2 亿，中国人口数 13 亿，虽然尚未形成绝对用户优势，但已成为国内用户数最大、市值领先的流量领导者。
- ◆ **盈利模式上：**Facebook 最开始追求的是公开信息流通带来的广告曝光收益，而腾讯起步于用户增值服务，并非广告。
- ◆ **底层设计上：**Facebook 起步于开放型社区，好友关系公开化，但 QQ 的好友链相对更为封闭，开放违背好友关系链逻辑。

细分领域的产业培育既是开枝散叶，枝干自我强大后也会产生“光合作用”，打通主干的“信息流和用户流”，对腾讯这棵大树反哺。

多元化布局的结果是：**2005-2010 年（微信诞生前），腾讯收入主要依靠增值业务（互联网增值为主）和广告（占比 10%以内），CAGR 分别达 70%和 66%，变现模式得到验证。**

1.3 从大树到森林：以微信为核心的开放生态

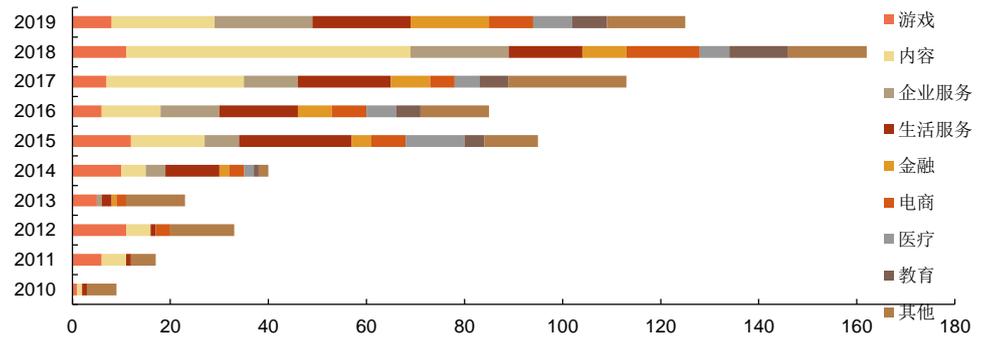
2011 年，微信问世，同时腾讯宣布公司级平台开放战略，开放包括两层：

一是生态开放：2011 年的合作伙伴大会上，腾讯提出要从“一站式在线生活平台”转变为互联网生态的价值引领者。腾讯提供的是全方位的平台而非简单的入口或流量，具体包括：

- ◆ **基础能力：**流量连接、帐号互联、丰富的开发 API；
- ◆ **营销能力：**帮开发者触达更多用户；
- ◆ **商业化能力：**提供虚拟支付体系、广点通广告联盟；
- ◆ **关注合作伙伴培养与成长：**包括腾讯公开课、开放平台白皮书、“互联网创新创业大赛”和“腾讯合作伙伴大会”。

二是资本开放：腾讯管理层一致认为，资本也是腾讯核心能力之一。2010 年以来，围绕自身核心单元，腾讯多领域进行投资（联营不控制保证自由度）形成产业结盟关系，重点领域为游戏、内容、企业服务和生活服务（过去 10 年基本占比一半以上）。

图2：2010年以来腾讯历年投资项目数量分布

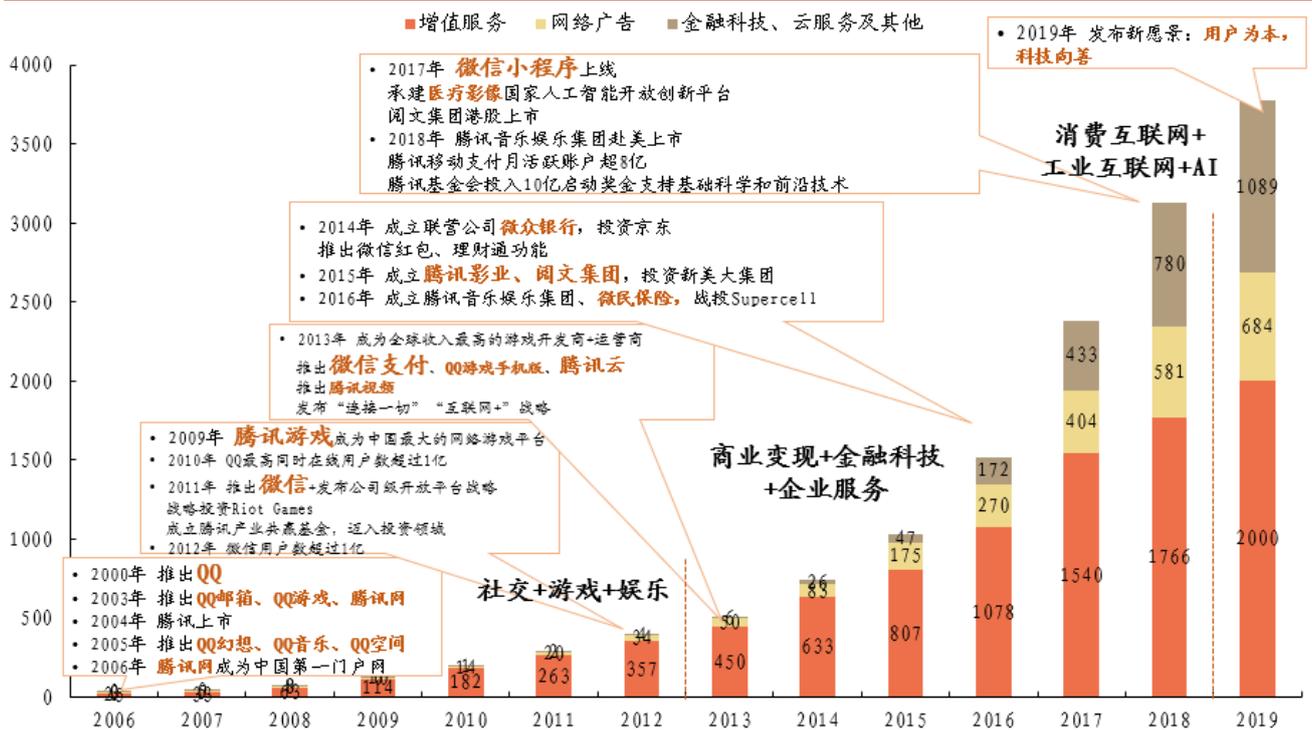


资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

2010年以后，腾讯不断调整组织架构以适应业务开展，我们以腾讯的组织架构变革为划分原则，将开放的腾讯分为三个发展阶段：

- ◆ **2010-2012年：用户积累阶段。**围绕社交、游戏、娱乐三大领域布局并站稳脚跟，2012年518变革，公司组织架构升级为事业群制。
- ◆ **2013-2018年：商业变现阶段。**2013年公司战略是“连接一切”，腾讯深耕2C业务并完成商业变现，同时拓展云计算、金融科技等2B业务。2018年930变革，七大事业群重组为六大，新成立云与智慧产业事业群（CSIG）、平台与内容事业群（PCG），腾讯历史上第一次出现完全2B的大业务单元。
- ◆ **2019-现在：消费互联网、产业互联网并进阶段。**随着我国人口红利触顶，国家政策陆续出台支持产业互联网加快发展，2B业务应运释放增长空间，腾讯云+产业互联是目前腾讯的战略方向，由汤道生带领CSIG事业部负责。

图3：腾讯历年收入结构（单位：亿元）和发展历程



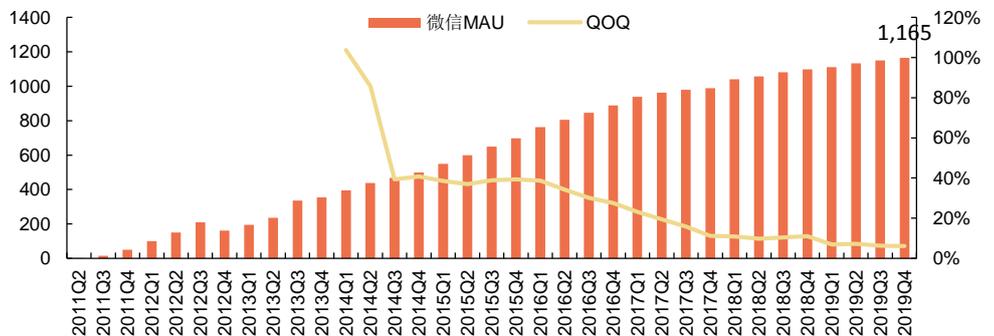
资料来源：公司官网，公司公告，Wind，申港证券研究所

1.4 森林之后是更大的森林

1.4.1 Freemium 模式进一步渗透以提高消费互联网变现能力

消费互联网的第一层逻辑是 **Freemium** 模式，免费服务吸引用户，增值服务将部分免费用户转化为收费用户，实现平台 **C** 端收入。微信作为中国最大的免费社交平台，体系内用户向游戏、视频等领域转化，在增值服务点付费完成用户变现。截止 2019Q4，微信 MAU 达 11.65 亿，同比增速 6%，2018 年还保持 10% 以上的增速水平。2018 年中国互联网普及率为 60%，美国在 85%，微信的用户数仍有望保持增长。

图4：微信 MAU（百万人）及同比增速



资料来源：公司公告，申港证券研究所

第二层逻辑在 **B** 端，除直接向用户收费外，互联网的用户和为它买单的客户不需要是同一人，免费产品 **C** 端吸引流量，广告主和商家为流量买单，将传统的二维买卖关系，升级为“**2C+平台+2B**”的三维立体关系。

而这个逻辑既适用于微信，也适用于微信中每一个商业体，当每个商业体都能有利可图时，才能生长为一片森林。腾讯的消费互联网已经做到领先，主要有三种变现方式：

- ◆ **广告**：广告主为广告投放和流量获取买单，腾讯直接收费或参与分成；
- ◆ **线上商业与金融支付**：商家为平台服务买单，包括交易和基础服务费等环节；
- ◆ **企业服务**：商家为其他技术解决方案买单。

图5：腾讯主要业务平台及在国内的排名展示

Key Platforms Update



资料来源：公司电话会议，公司官网，申港证券研究所

1.4.2 产业互联网：森林的生产要素新动能

腾讯目标成为传统企业的数字化助手，具体定位是连接器、工具箱和生态建设者，从生产要素端注入新动能。从中国经济发展角度分析，产业互联网承载着时代的重任：

- ◆ 随着互联网人口红利逐渐消逝、经济增长总体放缓，上游效率的提升将成为新的动力；
- ◆ 人工智能、大数据、云计算、物联网等等新技术的日趋成熟和进入商用阶段，提供了技术基础；
- ◆ 劳动力成本提高，机器的成本下降，传统行业的效率出现通过信息化提升的空间。

图6：产业互联网是互联网发展模式的深化



资料来源：腾讯研究院，申港证券研究所

图7：产业互联网 VS 消费互联网



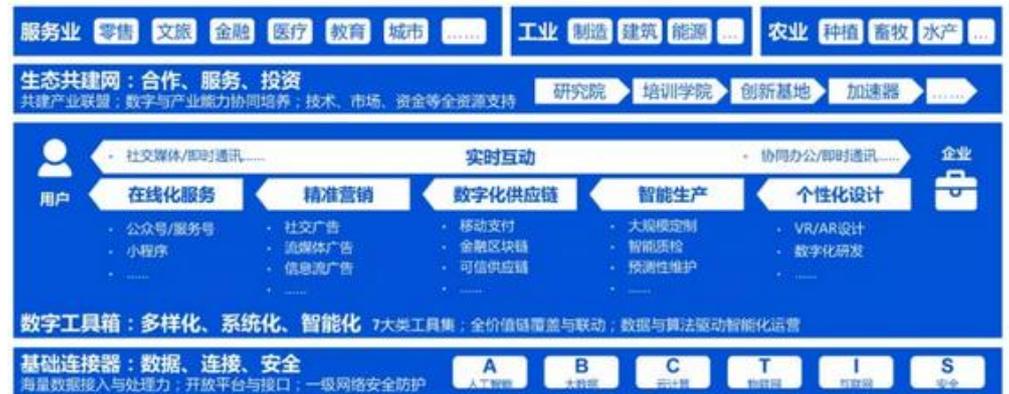
资料来源：腾讯研究院，申港证券研究所

产业互联网是一个非常新的概念，目前还在探索阶段，服务提供者包括互联网龙头、

通信运营商、软件公司和新兴科技企业等。工业互联网可以实现：

- ◆ **融合**：供给和需求精准匹配、产业跨界协同、生产要素端效率提高；
- ◆ **产品升级**：物理产品会实现从数字化>>软件化>>服务化的转型；
- ◆ **人机协同**：数据和算法融入企业决策，解放和提高生产力；
- ◆ **系统互联**：以连接器、工具箱、生态网覆盖各行各业。

图8：腾讯产业互联网生态全景图



资料来源：腾讯研究院，申港证券研究所

我们认为，与消费互联网相比，产业互联网本质上的不同在于：

- ◆ **服务同质性较低，初期标准化较难**：由于传统企业信息化的程度和底层架构各异，各个产业互联平台初始相对独立，很难以一个平台管理所有系统，服务商最开始呈现分散化，而消费互联网基本围绕微信生态可以实现。标准化一定要在积累成熟经验后才可形成。
- ◆ **2B模式网络效应较低**：传统2B行业作为用户的情况下，可公开传播的信息较少，因此工业社交的信息传播频率远低于生活社交，网络价值实现难度较大，消费互联网借助网络效应颠覆产业，但产业互联网更多是数据化助手。传统2C行业作为用户的情况下，消费互联网和产业互联网的打通会是机遇，这个层面产业互联网包裹消费互联网。
- ◆ **产业互联网的出发点不是做大蛋糕**：消费互联网连接商户和用户，让更多产品触达更多人实现更多消费，本身就是做大市场的蛋糕。工业互联网的出发点更多是提高效率，做好蛋糕，通过打破信息传导障碍实现产业升级。
- ◆ **从生产要素层面的效率提升和向下传导，本质上更为彻底，最终将为所有人带来更好的生活，包括更实惠的产品、更高效的服务、更便捷的交通等等。**

2. 游戏：高 MAU + ARPU 稳定 = 世界龙头

腾讯目前是游戏产业的第一大世界龙头。相比海外公司，中国市场确实拥有更好的土壤：

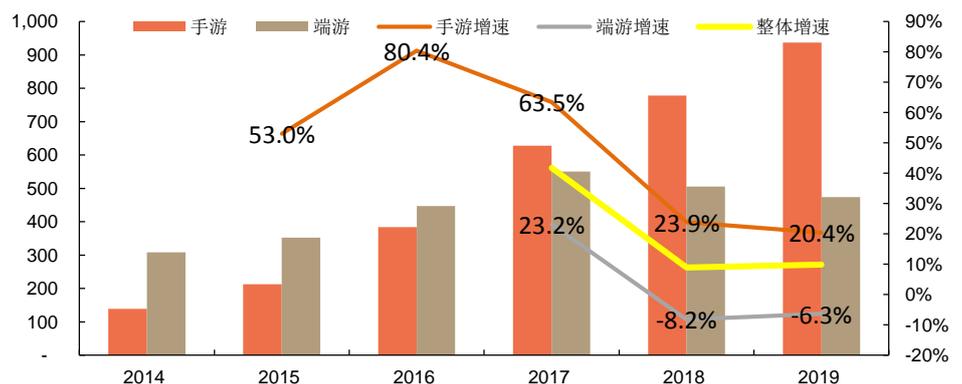
- ◆ 2016-2019 年中国游戏市场增速领先全球，中国是全球最大的市场参与者，这一趋势预计仍将继续；
- ◆ 具体到细分领域，腾讯站在更快的手游赛道上，全球范围内手游增速高于游戏行业整体水平，腾讯 2013 年开始依靠用户大数据布局手游赛道，踩准时代节奏；
- ◆ 手游方面中国市场份额近四年始终维持第一且持续创新高，国人在手游上的人均消费支出持续提高，需求旺盛，目前人均支出已超过欧洲地区，正在高速追赶日美发达地区；
- ◆ 国内对游戏产业的战略规划和政策扶持；
- ◆ 中国市场用户“喜新厌旧”，促进国内厂商不断提升研发能力。

后面我们会谈到，腾讯通过品类战略+后发优势+流量壁垒+娱乐性游戏布局，把握住了国内游戏市场的这次盛世机遇。

2017-2019 年腾讯游戏板块收入分别为 1179 亿元/1284 亿元/1411 亿元，YOY 分别为 41.8%/8.9%/9.9%，游戏收入占总收入比重分别为 50%/41%/37%，2017Q2 开始手游营收超过端游，过去三年手游增速明显领先端游。

2019 年 Q1-Q3 的游戏板块增速 6.6%，Q4 因 Supercell 的并表拉动全年收入增速 2pct 以内，扣除这一影响后全年实际增速预估为 7.9%。

图9：手游&端游收入及增速



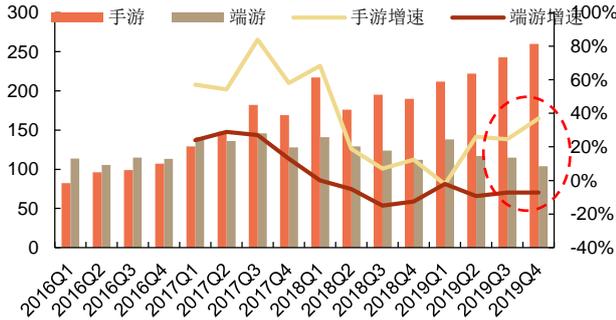
资料来源：公司公告，申港证券研究所。注：因 2016 年以前未单独披露端游收入，端游收入用减法得出（增值服务收入-手游收入-数字服务收入），手游和数字服务收入存在一定重合导致重复计算，因此端游收入 2016 年以前数字会存在一定低估，端游增速不具参考意义，故略去。

2017-2019 年，腾讯手游业务占游戏业务比重从 53%提升到 66%。手游收入分别为 628 / 778 / 937 亿元，YOY 分别为 63.5%/23.9%/20.4%，增速整体和全球市场同步呈放缓趋势，但 2019Q2-Q4 增速回升至 26%/25%/37%，剔除 Q4 Supercell 并

表影响后 Q4 实际增速为 24%，高于国内手游市场增速 15%。

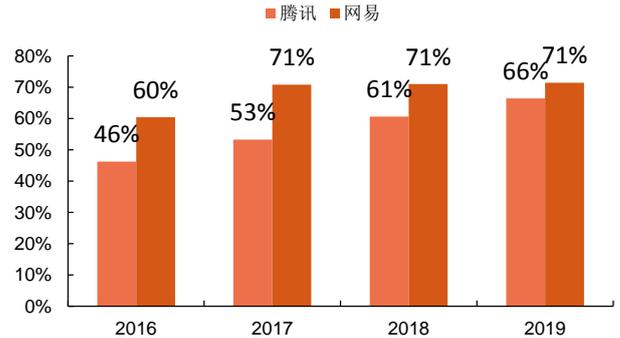
2017-2019 年端游收入分别为 551/506/474 亿元, YOY 分别为 23.2%/-8.2%/-6.3%，增速持续维持负数，与全球游戏终端更替趋势一致，增速领先的手游一定是未来的主战场。

图10: 2016-2019 腾讯游戏季度收入 (单位: 百万) 与增速



资料来源: 公司年报, 公司季报, 申港证券研究所

图11: 2014-2019 手游业务占比不断提升



资料来源: 公司年报, 公司季报, 申港证券研究所

腾讯游戏业务一直是公司的现金牛，游戏 2C 不存在账期，且背靠微信带来的强社交天然壁垒，王者荣耀、和平精英游戏流水常年占据国际排行榜龙头。在世界 2010-2019F 游戏累计收入排行榜中，王者荣耀位居第 6，腾讯 2019Q4 开始并表 Supercell，旗下游戏《部落冲突》位居第 1。2020 年 1 月和 2 月，王者荣耀和平精英持续位居全球热门游戏收入排行 TOP 10。

图12: 2010-2019 (预测) 世界 TOP 10 收入游戏

Top 10 Games by All-Time Consumer Spend
Worldwide | 2010 - 2019F

Rank	Games	Parent Company	HQ
1	Clash of Clans	Supercell	Finland
2	Monster Strike	mixi	Japan
3	Candy Crush Saga	Activision Blizzard	United States
4	Puzzle & Dragons	GungHo Online Entertainment	Japan
5	Fate/Grand Order	Sony	Japan
6	Honour of Kings	Tencent	China
7	Fantasy Westward Journey	NetEase	China
8	Pokémon GO	Niantic	United States
9	Game of War - Fire Age	MZ	United States
10	Clash Royale	Supercell	Finland

资料来源: App Annie, 申港证券研究所

图13: 2020年2月全球热门游戏收入排行

全球热门游戏 iOS App Store 和 Google Play, 2020年2月						
排名	图标	游戏下载排行	与上月相比排名变化	排名	收入排行	与上月相比排名变化
1		超级木旋3D版	33 ▲	1	和平精英	2 ▲
2		刺客行动	1 ▲	2	怪物弹珠	5 ▲
3		脑洞大师	1 ▼	3	王者荣耀	2 ▼
4		画腿攀登	1 ▲	4	剑与远征	2 ▼
5		WormsZone.io	9 ▲	5	糖果传奇	-
6		救救宝宝	7 ▲	6	Dragon Ball Z Dokkan Battle	12 ▲
7		Epic Race 3D	1 ▲	7	Lineage 2	1 ▼
8		Pull the Pin	1 ▲	8	万国觉醒	4 ▲
9		Free Fire	3 ▼	9	梦幻花园	1 ▲
10		神枪手强尼	9 ▼	10	Pokémon GO	4 ▲

资料来源: App Annie, 申港证券研究所

图14: 2020年1月全球热门游戏收入排行

全球热门游戏 iOS App Store 和 Google Play, 2020年1月						
排名	图标	游戏下载排行	与上月相比排名变化	排名	收入排行	与上月相比排名变化
1		神枪手强尼	11 ▲	1	王者荣耀	-
2		脑洞大师	1 ▲	2	剑与远征	42 ▲
3		刺客行动	1 ▼	3	和平精英	3 ▲
4		Sand Balls	3 ▼	4	Fate/Grand Order	2 ▼
5		Subway Surfers	-	5	糖果传奇	-
6		Free Fire	1 ▲	6	Lineage 2	1 ▲
7		Fun Race 3D	4 ▲	7	部落冲突	4 ▼
8		PUBG MOBILE	2 ▼	8	PUBG MOBILE	3 ▲
9		梦幻花园	10 ▲	9	梦幻花园	1 ▲
10		梦幻花园	4 ▲	10	怪物弹珠	6 ▼

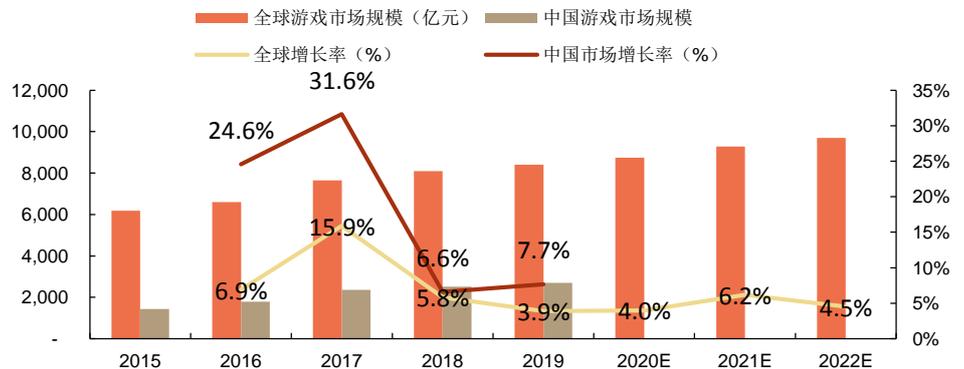
资料来源: App Annie, 申港证券研究所

2.1 中国游戏市场增速领先全球 手游升级全球主战场

全球游戏市场增速放缓, 过去三年增速在 5%-15%之间波动, 预计未来增速在 5%-10%。根据 Superdata, 2019 年全球游戏市场总规模达 8,400 亿人民币, 同比增长 3.9%, 2020 年预计全球游戏市场规模同比增长 4%。

中国市场增速领先全球。2016-2019 年, 全球游戏市场规模同比增速分别为 6.9%/15.9%/5.8%/3.9%, 而同时期中国游戏市场的增速分别为 24.6%/31.6%/6.6%/7.7% (2018 年游戏版号暂停发放) /7.7%, 三年增速均高于全球, 除 2018 年外增速差都在一倍或一倍以上。

图15: 2015-2022E 全球/中国游戏市场规模及增速



资料来源: 艾瑞咨询, Superdata, 申港证券研究所

游戏依附于硬件, 硬件载体的技术方向决定着游戏未来的方向。根据使用终端主要分为三种类型: 移动游戏、PC 游戏和主机游戏。在手机和电脑已经普及的前提下, 游戏机存在较高硬件壁垒。

表1: 按载体划分的三大游戏类别对比

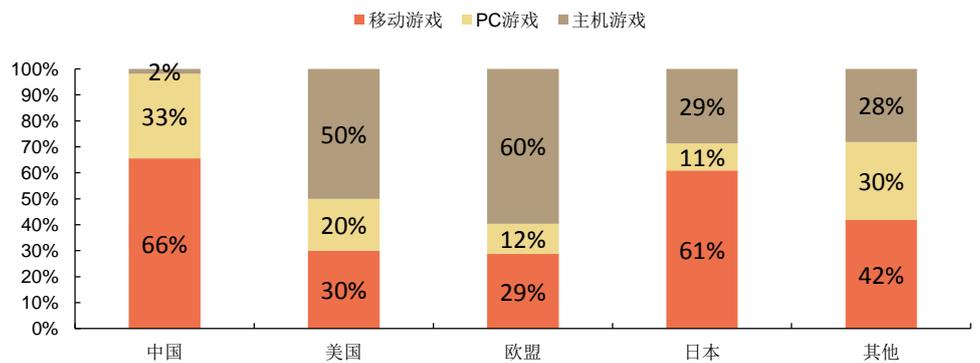
	移动游戏	PC 游戏	主机游戏
入门条件	低, 操作容易	中	高, 操作难度大
画面清晰度	较低	适中	高
体感	几乎无	较差	好
硬件配套	手机/平板	电脑	游戏主机+电视/显示屏
一般情况下是否需要特殊额外成本	否	否	是
成本量级	-	-	已有显示屏: 约 2000 及以上; 无显示屏: 约 3000 及以上

资料来源: 公开资料整理, 申港证券研究所

中国增速领先全球主要是因为站在更快的手游跑道上, 中国市场更爱手游+网游, 而欧美更爱主机游戏。移动游戏市场在中国游戏市场中的占比高于 60%, 而在美国及欧盟地区, 移动游戏市场的行业总占比尚不足 30%。

硬件技术的发展与游戏文化的繁荣轨迹交叉时间点不同是很大一部分原因。欧美地区游戏兴起于上世纪 70-80 年代, 当时电脑和智能手机尚未普及, 欧美家庭使用电视+游戏机的习惯和文化保留至今, 主机游戏的内容更加丰富, 可玩性更好, 清晰度更高, 因此主机游戏仍占主流; 中国游戏兴起于 2000 年以后, 电脑和智能手机开始普及, 相比于主机游戏需要额外的成本采购配套硬件+软件, 网游+手游成为更多人的选择。另一方面, 受限于经济发展水平, 我国便宜的盗版游戏机+游戏一度横行, 不利于主机游戏行业的正常发展。

图16: 2018 全球重点国家地区游戏市场规模按终端分布



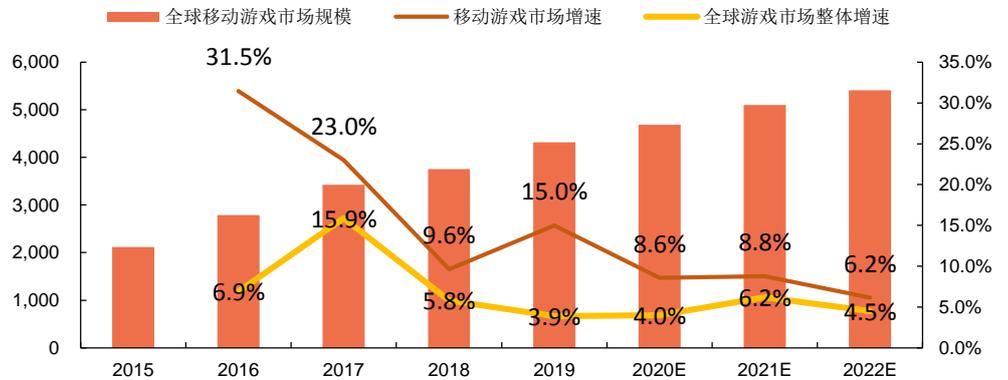
资料来源: 艾瑞咨询, 申港证券研究所

手游占比过去几年中增幅明显, 手游升级全球主战场。2016-2019 年, 全球移动游戏市场增速领先全市场。移动游戏的占比从 2015 年的 34% 上升到 2018 年的 45%。2019 年全球手游市场增速回暖 (从 9.6% 到 15%), 发达地区 (尤其是美国、欧盟地区) 的移动游戏市场拥有在短期内高速增长的潜力, 是未来值得关注的潜力市场, 游戏出海提振收入可期。

未来, 随着 5G、云服务等技术的不断发展, PC 电脑在硬件性能上的不可替代性将被进一步削弱, 移动设备有望在一定程度上替代 PC 电脑目前在硬核网络游戏市场

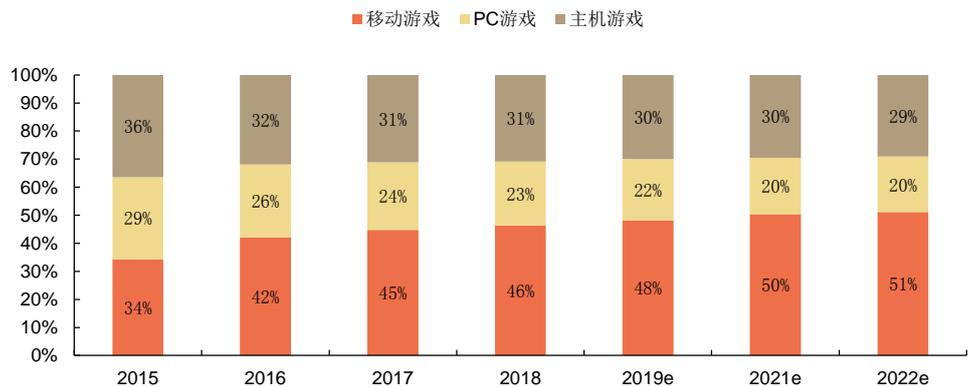
中的霸主地位。根据艾瑞预测,到 2021 年,全球移动游戏市场总份额将占据整体游戏市场的 50% 以上,2020 年将会有近 5000 亿元的市场份额。

图17: 2015-2022E 全球移动游戏市场增速领先市场整体增速



资料来源: 申港证券研究所

图18: 2015-2022E 全球游戏市场规模按终端划分



资料来源: 艾瑞咨询, 申港证券研究所

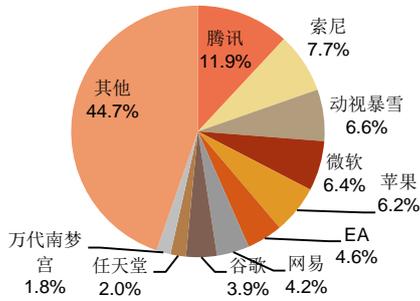
同时,云游戏将进一步助力移动游戏成为主流。随着云计算的普及和云游戏技术的发展,游戏并非在手机等轻型设备上运转,而是在游戏公司的服务器里进行存储、运算,然后把相应的画面以视频的形式传输到玩家的设备上,玩家可以在机能相对有限的轻端设备(如手机、iPad等)上游玩高品质游戏。出于便捷和性能考虑,智能手机不可或缺,但PC和游戏机未必。一方面,这减少了游戏团队的创业壁垒,另一方面,确实可以多方面提高玩家体验。

2.2 全球游戏市场集中度进一步提高

腾讯目前是全球最大的游戏厂商,全球游戏行业集中度进一步提高。根据 NewZoo 数据,腾讯 2016 年占全球市场份额的 11.9%,2018 年这一比重提升至 15.9%。2016

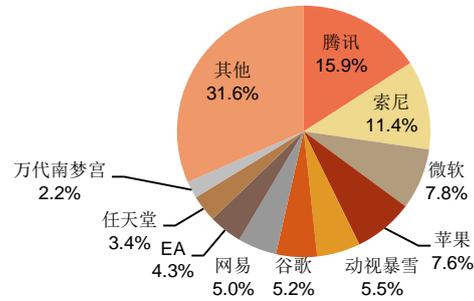
年全球 Top 10 厂商的市场份额在 55.3%，2018 年提升到 68.4%。中部和尾部厂商的市场份额持续被龙头厂商挤压，除 EA 以外，2018 年 TOP 10 厂商格局基本无动摇，且每家的市场份额都相对 2016 年有所提高，中国本土政策扶持下，腾讯游戏的持续扩张可期。

图19：2016 年全球游戏市场份额分布



资料来源：NewZoo，申港证券研究所

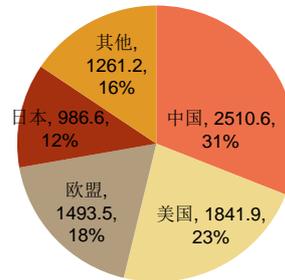
图20：2018 年全球游戏市场份额分布



资料来源：NewZoo，艾瑞咨询，申港证券研究所

目前，中国已经是世界上最大的游戏市场。2018 年，中国游戏市场规模达 2510 亿元，占全球市场规模的 31%，美国、欧盟及日本分别占 23%、18%及 12%。

图21：2018 全球重点国家地区游戏市场规模（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，申港证券研究所

国内市场头部效应更加明显，十大上市游戏厂商占据国内市场约 80%的份额，其中仅腾讯、网易两家达到百亿收入水平，二者分别占据国内市场 51%、16%的份额。

图22：2016-2019H1 中国主要上市游戏厂商收入（亿元）

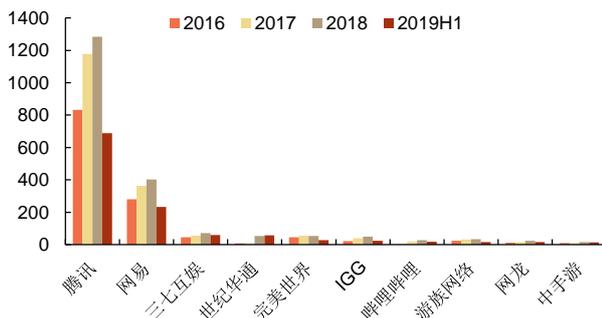
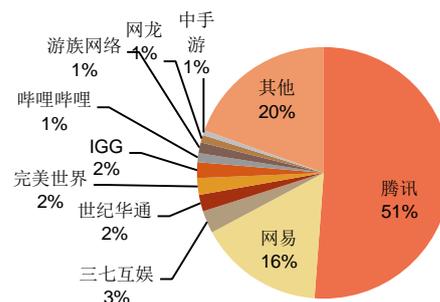


图23：2018 年中国主要上市游戏厂商收入分布



资料来源: 公司年报, Wind, 申港证券研究所

资料来源: 公司年报, Wind, 艾瑞咨询, 申港证券研究所

根据 App Annie 公布的 2010-2019 年中国下载量及收入最高的移动游戏 Top10, 腾讯占 6 席, 网易占 4 席, 王者荣耀登顶。

图24: 2010-2019 年中国下载量及收入最高的移动游戏 Top10

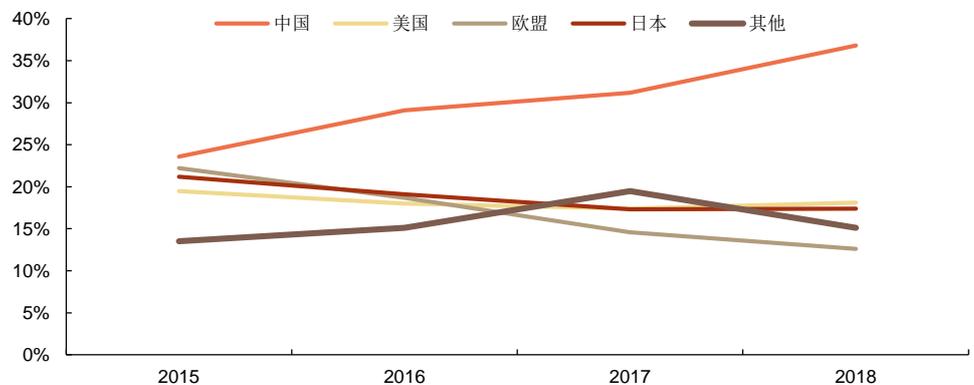
排名	图标	收入排行	母公司
1		王者荣耀	腾讯
2		梦幻西游	网易
3		大话西游	网易
4		阴阳师	网易
5		倩女幽魂	网易
6		QQ飞车	腾讯
7		天龙八部手游	腾讯
8		剑侠奇缘	腾讯
9		穿越火线: 枪战王者	腾讯
10		和平精英	腾讯

资料来源: App Annie, 申港证券研究所

2.3 中国手游市场份额再创新高 国人消费水平增速明显

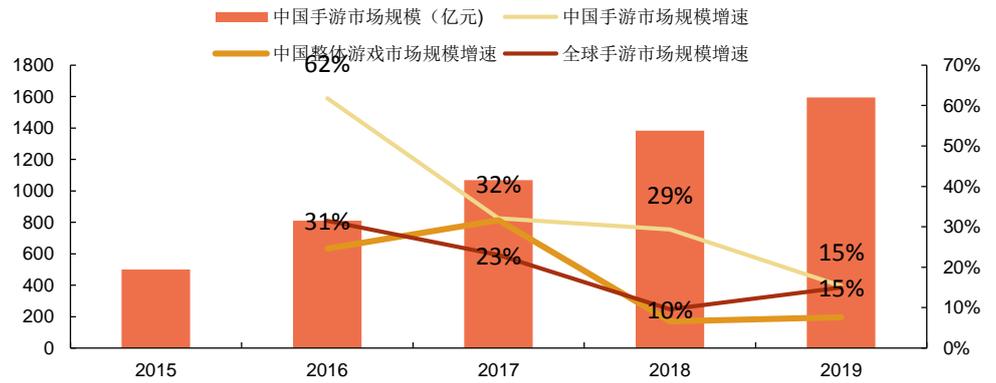
移动游戏中国市场份额创新高 (37%), 规模增速一度领先全球 (2019 年与全球水平持平在 15%), 亦领先中国整体游戏市场。中国在移动游戏中的份额, 从 2015 年的 24% 提升到 2018 年的 37%, 相比之下, 美国从 20% 下降到 18%, 欧盟从 22% 下降到 13%, 日本从 21% 下降到 17%。2015-2018 年, 中国移动游戏市场规模 CAGR 为 40%, 同期美国、欧盟、日本分别为 18%、0%、13%。

图25: 2015-2018 移动游戏市场份额占比变化



资料来源: 艾瑞咨询, Newzoo, 申港证券研究所

图26: 中国手游增速 VS 全球&国内游戏行业整体增速



资料来源: 艾瑞咨询, Newzoo, 申港证券研究所

人均年度移动游戏支出上, 中国地区的增速也是最明显的。2015-2018年, 中国人均移动游戏支出 CAGR 为 40%, 同期美国、欧盟、日本分别为 17%、0%、14%。2018年, 各国人均游戏支出, 日本 (517 元人民币) > 美国 (208 元人民币) > 中国 (99 元人民币) > 欧盟 (92 元人民币)。

如果仅考虑游戏用户, 根据 NewZoo 数据, 日本 (171 美元, 折 1197 元人民币) > 美国 (65 美元, 折 455 元人民币) > 中国 (33 美元, 折 231 元人民币)。

人均年度移动游戏支出/GDP 来看, 中国用户付费能力持续提高。2015年, 估算中国人均移动游戏年度支出 36 元, 占 2015 年人均 GDP 的比重为 0.65%, 仅次于日本的 1.46%。中国人均移动游戏年度支出 99 元, 占 2010 年人均 GDP 的比重为 1.45%, 仅次于日本的 1.88%。

表2: 2015-2018 重点国家地区移动游戏市场规模及人均年度移动游戏支出

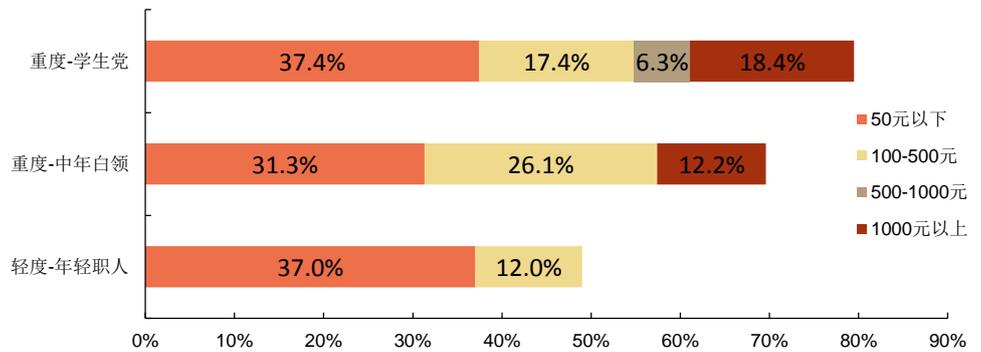
年份	地区	市场规模 (亿元)	人口数 (亿人)	人均年度游戏支出 (元/人)	YOY:人均年度游戏支出	人均 GDP (美元)	占比 (万分之一)
2015	中国	500	13.7	36		8,033	0.65
	美国	413	3.2	129		56,803	0.32
	欧盟	471	5.1	92		32,319	0.41
	日本	450	1.3	354		34,524	1.46
2016	中国	810	13.8	59	61%	8,079	1.04
	美国	501	3.2	155	20%	57,904	0.38
	欧盟	520	5.1	102	10%	32,425	0.45
	日本	531	1.3	419	18%	38,794	1.54
2017	中国	1,069	13.9	77	31%	8,759	1.26
	美国	596	3.3	183	18%	59,928	0.44
	欧盟	500	5.1	98	-4%	33,908	0.41
	日本	593	1.3	468	12%	38,332	1.74
2018	中国	1,383	13.9	99	29%	9,771	1.45

美国	680	3.3	208	13%	62,795	0.47
欧盟	474	5.1	92	-6%	36,570	0.36
日本	654	1.3	517	11%	39,290	1.88

资料来源: 艾瑞咨询, Newzoo, 公开资料整理, Wind, 申港证券研究所。注: 为方便计算, 美元兑人民币汇率统一取7。

国内具体到付费人群, 学生党、中年白领、年轻职场人是付费率最高的三个群体。根据极光大数据调研结果, 这三个群体的付费率分别达到 79.5%、72.2%、56.0%。这三个群体的付费习惯具备一定延续性, 学生党>>年轻职场人>>中年白领是人生的三大阶段, 学生毕业后成为年轻职场人, 收入自给自足, 相对付费意愿减少; 但随着年龄和收入的增长, 年轻职场人成为中年白领后, 付费意愿和付费程度都会相对提高, 综合来看, 这三类人群会持续存在并随着年岁增长进阶性转化。

图27: 不同用户群体手游付费率与付费金额分布



资料来源: 极光大数据, 申港证券研究所

2.4 国内政策扶持偏向产业龙头

我国针对游戏行业的政策一直在**重点扶持**和**严监管**之间保持平衡。

扶持政策的重点在**游戏产业在国家发展中的战略定位和文化输出意义**, 鼓励行业发展的同时更偏向龙头和骨干。

- ◆ 2013 年国家发改委增加 “数字音乐、手机媒体、动漫游戏等数字内容产品的开发系统” 进入国家鼓励类产业;
- ◆ 2014 年国务院提出将加快数字内容产业发展作为重点任务, 深入挖掘优秀文化资源, 推动动漫游戏等产业优化升级, 打造民族品牌;
- ◆ 2017 年文化部提出, 要培育一批具有较强品牌影响力和国际竞争力的骨干游戏企业。

严监管的重点在于**游戏版号审批监管、游戏虚拟货币非流通、未成年人游戏消费和防沉迷限制、游戏实名认证等**, 长期看基本未动摇政策扶持的方向。2018 年 3 月,

广电宣布游戏版号暂停审批，直到当年 12 月才重新启动审批工作。对于国外游戏厂商而言，版号政策建立了天然的审核壁垒，国外游戏风格往往并不小清新，暴力、血腥等力度过重的游戏将被拦在门外，进一步为国内游戏厂商培育良好环境，而国内游戏厂商同时可以出海夺取市场份额，本质上政策趋严也是一种内部保护。

表3：历年游戏行业政策梳理

时间	部委	政策名称	政策内容
2009/6/1	文化部、商务部	《关于加强网络游戏虚拟货币管理工作的通知》	明确了网络游戏虚拟货币的定义
2009/9/1	新闻出版总署、国家版权局等	《关于贯彻落实国务院<“三定”规定>和中央编办有关解释，进一步加强网络游戏前置审批和进口网络游戏审批管理的通知》	确定了网络游戏是出版行为，必须严格按照国家法规由新闻出版总署履行前置审批。
2009/9/26	国务院办公厅	《文化产业振兴规划》	指出了 动漫游戏企业是文化创意产业着重发展的对象之一，要重点扶持具有民族特色的网络游戏等产品和服务的出口
2009/11/1	文化部	《文化部关于改进和加强网络游戏内容管理工作的通知》	指出为切实改进和加强网络游戏内容管理，落实网络游戏管理责任。
2010/3/1	中央宣传部、中国人民银行与财政部	《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》	提出要积极开发适合文化产业特点的信贷产品，加大有效的信贷投放， 积极开发文化消费信贷产品，为文化消费提供便利的支付结算服务等。
2010/6/1	文化部	《网络游戏管理暂行办法》(文化部令第 49 号)	对网络游戏的内容审查、网络游戏的研发生产、上网运营以及网络游戏虚拟货币发行与交易服务等形式的经营活动进行了明确规范。
2010/7/1	文化部	《关于贯彻实施〈网络游戏管理暂行办法〉的通知》	强化网络游戏内容管理；进一步加强网络游戏经营活动的监管，包括 保护未成年人和实名注册措施 ；明确国产网络游戏联合运营规范；加强网络游戏虚拟货币交易服务管理。
2011/1/1	新闻出版总署、中央文明办等八部委	《“网络游戏未成年人家长监护工程”实施方案》(文市发〔2011〕6号)	明确加强家长对未成年人参与网络游戏监护，帮助家长 纠正未成年子女沉迷网络游戏行为。
2011/10/1	中国共产党十七届六中全会	《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	到 2020 年，文化产业将成为国民经济支柱性产业； 需加快发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫、游戏等新兴文化产业。
2011/12/1	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》(国办发【2011】58 号)	提出要重点推进数字内容服务等八个领域的高技术服务加快发展，拓展数字动漫、健康游戏等数字内容服务。
2013/2/1	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2011 年本)(2013 年修正)》(中华人民共和国发展和改革委员会 2013 年第 21 号令)	增加“增值电信业务平台建设”、“数字音乐、手机媒体、动漫游戏等数字内容产品的开发系统”进入国家鼓励类产业。
2013/6/1	工信部	《电信和互联网用户个人信息保护规定》	进一步完善了用户个人信息保护法律制度
2014/3/1	国务院	《国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》(国发〔2014〕10 号)	提出将加快数字内容产业发展作为重点任务，深入挖掘优秀文化资源， 推动动漫游戏等产业优化升级 ，打造民族品牌。

2015/12/1	国务院	《互联网信息服务管理办法》(国务院令 第 292 号)	规定从事经营性互联网信息服务,应当向省、自治区、直辖市电信管理机构或者国务院信息产业主管部门申请办理互联网信息服务增值电信业务经营许可证。
2016/2/1	新闻出版广电总局、工信部	《网络出版服务管理规定》(工信部令 第 5 号)	规定从事网络出版服务,必须依法经过出版行政主管部门批准,取得《网络出版服务许可证》。网络游戏上网出版前,必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请,经审核同意后,报国家新闻出版广电总局审批。
2016/5/1	国家新闻出版广电总局	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	游戏出版服务单位负责移动游戏内容审核、出版申报继续游戏出版物号申领工作。 未经国家新闻出版广电总局批准的移动游戏,不得上网出版运营。
2016/6/1	国家互联网信息办公室	《移动互联网应用程序信息服务管理规定》	明确移动互联网应用程序提供者应强化信息安全管理,APP 注册须实名制。
2016/12/1	文化部	《关于规范网络游戏运营加强事中事后监管工作的通知》	首次明确规定网络游戏虚拟货币、虚拟道具不能兑换法定货币;不得为使用游客模式登陆的网络游戏用户提供游戏内充值或者消费服务等。
2017/4/1	文化部	《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》	要培育一批具有较强品牌影响力和国际竞争力的骨干游戏企业,创作生产一批内容健康向上、富有民族特色的游戏精品。 大力推进游戏产业结构升级,推动网络游戏、电子游戏等游戏门类协调发展,促进移动游戏、电子竞技、游戏直播、虚拟现实游戏等新业态发展。
2018/3/1	国家新闻出版广电总局	《游戏申报审批重要事项》	由于机构改革,版号无法核发,游戏审批暂停
2018/8/1	国家新闻出版署等八部门	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	实施网络游戏总量调控,限制未成年人游戏时间。
2018/7/1	腾讯		近日,腾讯有关部门披露,在上个月开始试行的 未成年人游戏消费监管 将再次升级,如果在 30 天内消费累计到三百块,客服人员将主动联系其家长。
2018/11/28	国家统计局	《战略性新兴产业分类(2018)》	国家统计局将游戏、动漫产业纳入“战略新兴产业分类”。
2018/12/1	中宣部	网络道德委员会	中宣部指导,网络道德委员会成立, 并对首批 20 款存在道德风险的网络游戏进行评议。
2019/4/10	国家新闻出版署		明确游戏监管要求,提出 新游戏版号审批要倾向精品游戏,未来审核效率会进一步加快。 并提出 重新开展游戏审批工作 ;控制版号产品数量;研究完善相关制度;加强小程序游戏管理
2019/4/29	国家新闻出版广电总局	《出版国产电脑网络游戏作品申请书》	这意味着游戏版号申请正式开启
2019/11/1	国家新闻出版署	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	一是实行 网络游戏账号实名注册制度 ,二是 严格控制未成年人使用网络游戏时段时长 ,三是 规范向未成年人提供付费服务 ,四是加强行业监管,五是探索实施适龄提示制度,六是积极引导家长、学校等社会各界力量履行未成年人监护守护责任

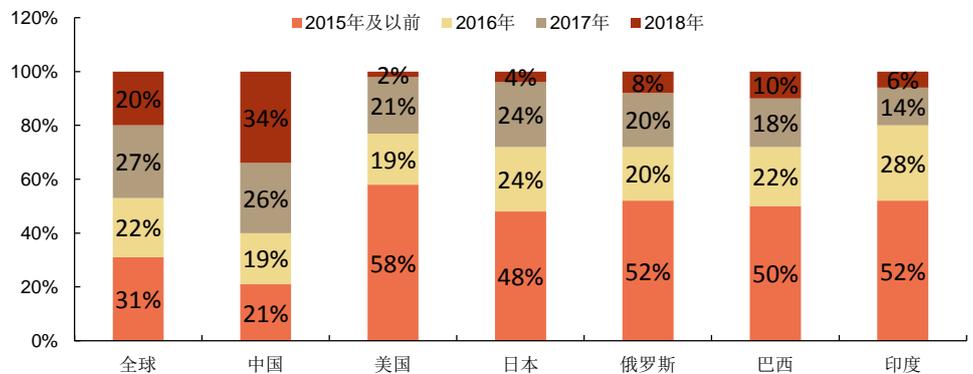
数据来源:申港证券研究所整理

2.5 中国市场“喜新厌旧”促进国内厂商研发能力不断提升

游戏行业的发展离不开国家的文化和用户习惯，中国玩家明显更爱新游戏，倒逼国内游戏厂商持续提高研发新游戏的能力，因此更容易诞生出足以称霸全球游戏市场的头部公司。

2018年，各市场流水TOP50移动游戏中，中国玩家在2018年新推出的游戏上花费的时间占到34%，而美国、日本、俄罗斯、巴西、印度仅占2%、4%、8%、10%和6%。美国玩家在2015年以前（含2015年）新推出的游戏上花费的时间占到58%，而中国玩家这一比重仅21%。

图28：2018年各市场流水TOP50移动游戏上线时间数量占比分布



资料来源：伽马数据，申港证券研究所

2.6 时势造英雄：腾讯游戏的崛起之路

我们总结了腾讯游戏的发展史，认为这几个方面对腾讯游戏的崛起至关重要：

- ◆ **硬件载体的逐渐成熟**：最初的《凯旋》尽管制作精良，但满足运行的硬件设备未能成熟，产品无法得到良好用户体验，最终沉寂；
- ◆ **品类学习与后发优势**：借鉴成熟市场和成功游戏的经验，精选细分品类和游戏产品确保领先；
- ◆ **挑选好产品的能力**：重视娱乐性而非竞技性，早期挑选大型代理游戏时，确保游戏操作简单、易上手、能长期维系客户粘性的游戏，而不是挑选那些难度高、有挑战性、有一定操作门槛的游戏；
- ◆ **超级流量的壁垒**：触屏智能手机的出现引爆手游，手游本身具备社交功能，腾讯的好友关系是最核心的引流渠道；
- ◆ **文化融合意识**：先向文化相近的韩国学习，再向美国学习，同时投资成熟市场的社交软件，以大数据技术提前预判游戏产业的爆发点；
- ◆ **对游戏体验的极致测试和持续改良**；

- ◆ 不把鸡蛋放在一个篮子里，产品类别上广撒网。

2.6.1 精选细分品类确保领先

腾讯游戏副总裁马晓轶在 2017 年的一次演讲中提到，2007 年腾讯准备进军游戏市场，思考的一个关键问题就是：**市场的切入点在何处？**马晓轶的团队认为：全世界的用户本性是一样的，应该对照国际成熟市场品类，寻找国内空缺的品类机会。依托于成熟市场的成功经验，切入空缺品类后腾讯在庞大的社交体系内配套深度运营，确保细分品类中的领先地位。

图29：2007 年腾讯关于细分品类的思考



资料来源：青藤大学公众号，申港证券研究所

腾讯最开始是模仿+代理的模式，注重游戏的娱乐性而非竞技性，选择对用户更友好的游戏以匹配自身流量，往往能打造市场爆款：

- ◆ **射击领域：**07 年以前市场上成熟的射击游戏是 CS，但操作难度巨大，精准度要求高、枪支后坐力大，爆头体验感较差；07 年韩国 Smile Gate 推出穿越火线，较 CS 相比操作更容易，用户更能获得愉悦感和成就感。腾讯 08 年开始代理穿越火线并大获成功，直到现在穿越火线手游版月活都达到 4000-5000 万。
- ◆ **M OBA 领域：**2010 年前后 MOBA 游戏有 DOTA 和英雄联盟，DOTA 于 2006 年由暴雪推出，也是同样的操作难度大、对用户水平要求高、上中下辅刺没有严格分工（要求用户尽可能全能），同时地图也更大，一局可能要 40 分钟-1 小时；2009 年 Riot Games 推出英雄联盟，操作更容易、分工更明确、地图更小，一局只要 20-30 分钟左右。腾讯 11 年开始代理英雄联盟。

图30: 2013 年腾讯在除 PRG 外主要的细分品类市场都获得的领先地位



资料来源: 申港证券研究所

2.6.2 社交软件构建高用户壁垒 轻易收割成熟市场

社交软件微信和 QQ 为游戏积累了大量潜在游戏用户，朋友推荐+社交系统推送新游戏成为高效、低成本的营销手段。腾讯一直专注于免费游戏，所有用户参与游戏不需付费（即不付费不影响游戏公平性），对比各种百元进口游戏可以快速收获流量。付费环节设置在用户沉浸游戏之后，比如你想要好看的皮肤和限量英雄，可以选择性买单，但不买装备和皮肤不会实质性影响游戏体验和结果。

腾讯旗下游戏的账号管理方面非常方便，用 QQ 微信即可登录，不需要额外对账号进行管理。游戏选择上都是走代理+模仿+精品化的路线，游戏研发或代理路线偏向操作较为容易、易上手的多人同时在线游戏（与朋友一起玩），客户粘性高，还通过互动提高游戏粘性，比如皮肤、道具设计大赛。

很多游戏品类的发行并不是国内首发，但腾讯产品出击后基本都会在流量上给对手造成巨大冲击。微信或者 QQ 的好友关系进一步持续绑定用户行为，形成用户粘性，最终用户量的差距可能在十倍、百倍：

- ◆ 2005 年，久游代理发行劲舞团，在市场上轰动一时；
- ◆ 2008 年腾讯推出类似产品 QQ 炫舞，当年就基本取代劲舞团，截止 2019 年末，这款历时 12 年的老游戏仍有 282 万月活，而劲舞团仅 7 万；
- ◆ 2017 年末，网易发行射击类游戏荒野行动，腾讯 2018 年初开始测试对标产品绝地求生（改版后为和平精英），两个月内即完成用户数反超，截止 2019 年末和平精英月活在 1 亿以上，而荒野行动月活仅 1281 万。

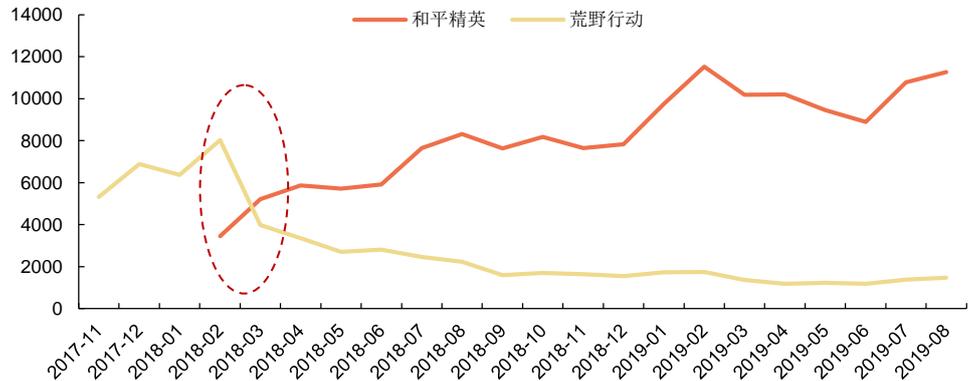
表4: 腾讯游戏对标其他厂商示例

其他厂商发布时间	游戏名称	出品方	2019 年底 MAU (万人)	腾讯发布时间	腾讯对标产品	2019 年底 MAU (万人)
2003 年	泡泡堂	盛大		2004 年底	QQ 堂	
2004 年 7 月	冒险岛	盛大		2007 年 6 月	QQ 三国	

其他厂商发布时间	游戏名称	出品方	2019年底 MAU (万人)	腾讯发布时间	腾讯对标产品	2019年底 MAU (万人)
2005年5月	劲舞团	久游代理发行	7	2008年	QQ炫舞	282
2006年3月	跑跑卡丁车	NEXON/世纪天成代理发行		2008年1月	QQ飞车	2995
1999年	CS	世纪天成代理发行		2008年代理发行, 韩国 Smile Gate 出品	穿越火线	4824
2007年5月	诛仙	完美世界		2008年10月	QQ寻仙	
2012年7月	神庙逃亡	创梦天地代理发行	56	2013年9月	天天酷跑	656
2017年10月	荒野行动	网易	1281	2018年2月	绝地求生(改版后为和平精英)	10350

资料来源: Analysys, 公开资料整理。申港证券研究所

图31: MAU: 荒野行动 VS 和平精英



资料来源: Analysys, 申港证券研究所

2.7 腾讯游戏为什么仍值得期待?

作为世界龙头, 腾讯的长期竞争优势在于**远超对手的 MAU+低 ARPU 值, 这是商业模式上的优势**, 优秀的商业模式是最难被击败的。MAU 下滑代表着用户流失, 相比 ARPU 的提高, MAU 的稳定显得更加重要。因此我们对互联网公司的选择优先排序是:

- ◆ **最优:** MAU 提高+ARPU 提高 (持续引流+深度变现);
- ◆ **其次:** MAU 提高+ARPU 稳定 (持续引流+稳定变现);
- ◆ **再其次:** MAU 提高+ARPU 下降 (持续引流+变现能力下降);
- ◆ **最后:** MAU 稳定+ ARPU 提高 (收割老用户)。

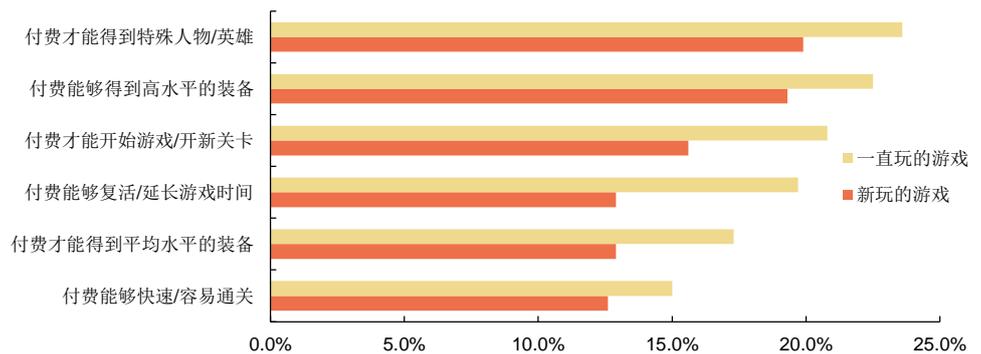
腾讯目前是第二种, 网易是第三种。从企业生命周期角度, 从第一种往第四种转化容易, 但是从四种往第一种转化逆向空间窄, 受限程度更大。

2.7.1 细水长流：手游 ARPU 仍有巨大空间

ARPU 值的高低和稳定非常重要，腾讯是海量 MAU+较低 ARPU 值的代表，我们认为这种商业模式更加稳固。

- ◆ **ARPU 高低判断:** ARPU 对公司而言是单用户收入, 对用户来说就是单用户付费, 每个游戏让用户充较少的钱获得较好的游戏体验, 有利于吸引更多用户; ARPU 高的游戏公司, 代表更高的单位付费, 不氪金只能陪玩, 用户成就感低, 可能会降低用户游戏兴趣。
- ◆ **ARPU 稳定性判断:** 通常新游戏付费意愿会低于老游戏。根据极光调研, 付费意愿主要包括: a. 付费才能得到特殊人物/英雄; b. 付费能够得到高水平的装备; c. 付费才能开始游戏/开新关卡; d. 付费能够复活/延长游戏时间; e. 付费才能得到平均水平的装备; f. 付费能够快速/容易通关。在每一种意愿下, 一直玩的老游戏都比新游戏都更让人有付费意愿。对游戏公司收入的影响则是, **如果短期内大量推出新游戏, 游戏用户增加但付费意愿下降, 付费率降低, 短期会拉低单用户付费收入。**

图32: 不同付费因素条件下的用户付费可能性



资料来源: 极光大数据, 申港证券研究所

经测算分析, 腾讯的手游 ARPU 有两个特点:

一、ARPU 稳定: 季度 ARPU 相对稳定在 50-60 元/人/季, 细水长流。2018 年开始和平精英、QQ 飞车手游等新游戏的发行并未显著拉低 ARPU, 甚至 2019Q2、Q3、Q4 (淡季) 同比提高 4%、1%、1%。

相比之下网易 ARPU 更为波动。从 2017 开始, 随着荒野行动、楚留香、第五人格、明日之后等新游戏的发行 ARPU 明显下滑, 18Q2 荒野行动与绝地求生(和平精英)的对抗中未能胜出, MAU 当季下滑 50%, ARPU 值因此大幅提升。

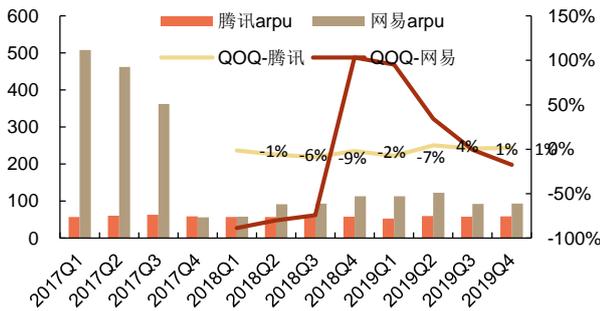
2019 年以来, 网易共 19 款游戏版号获批 (其中 8 款代理), 腾讯 17 款获批 (其中 2 款代理)。整体来看, 网易更为激进, 网易推出新游戏的速度基本与腾讯平齐, 但整体流量却远不如腾讯, 因此无法在同量级新游戏推出的情况下保持稳定的 ARPU。

二、ARPU 较低: 提升空间仍有至少 50%。

国内市场:对比网易。从ARPU值看,目前网易单游戏季度收费水平是腾讯的1.6-2.2倍,约在90-120元/人/季。对于一款游戏而言,品类、制作、体验等其他情况都类似前提下,腾讯的用户玩一款游戏只需要花一半的钱。

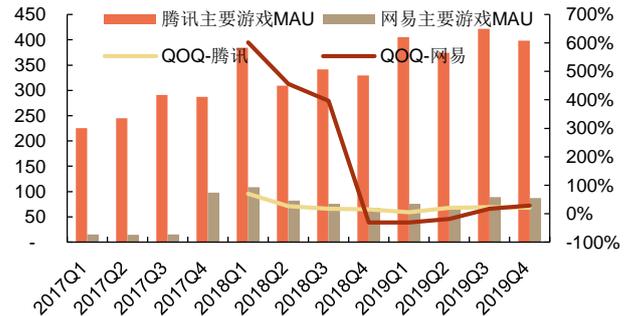
2019年腾讯手游收入937亿(YOY20%),网易手游收入332亿(YOY16%),2019年ARPU(取季度均值)网易约是腾讯的1.8倍,主要游戏用户数上腾讯约是网易的约5倍。

图33: 腾讯 VS 网易 ARPU (元/人) 及季度增速



资料来源: 公司公告, Analysys, Wind, 申港证券研究所

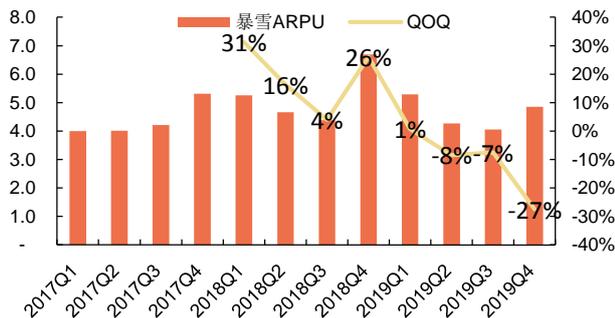
图34: 腾讯 VS 网易 MAU (百万人) 及季度增速



资料来源: 公司公告, Analysys, Wind, 申港证券研究所

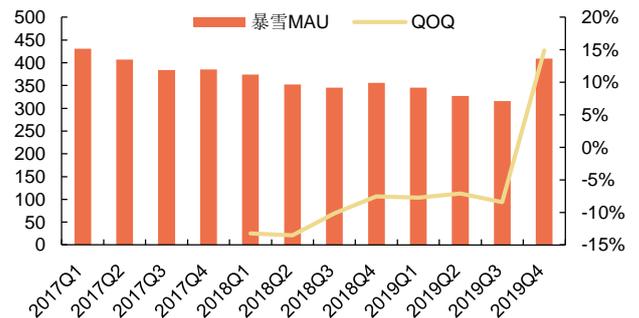
国际市场:对比暴雪。暴雪主要做网游,ARPU基本稳定在4-5美元/人/季,折合人民币28-35元,实际收费水平低于国内手游。但因为PC端游戏受移动端游戏挤压,ARPU及MAU整体呈下降趋势。

图35: 暴雪 ARPU (美元/人) 及季度同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图36: 暴雪 MAU (百万人) 及季度同比增速



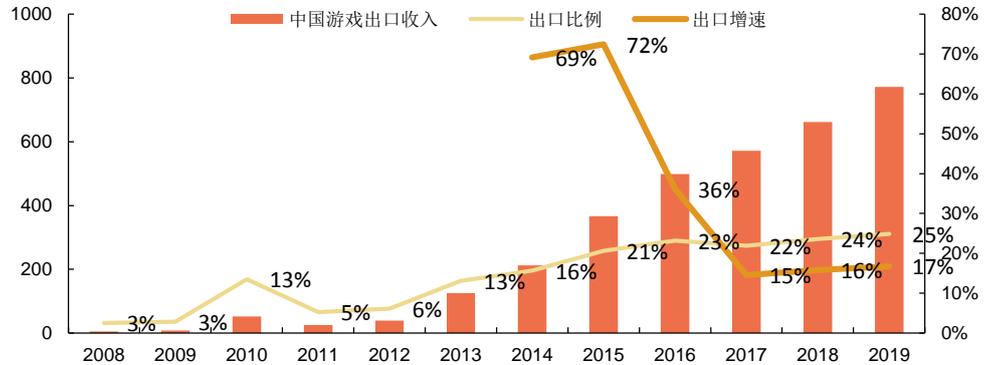
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

2.7.2 游戏出海是业绩新增长点

如前文所述,全球游戏市场增速预计在5%-10%,国内市场增速领先全球水平。凭借优秀的制作和频繁收购,中国游戏厂商的出口比例不断提升,2019年达到25%,出口规模同比增速为17%,这个增速远高于国内游戏消费市场5%-10%的增速。在

国内游戏厂商（尤其是手游）竞争较为激烈的情况下，海外市场或成为新的业绩增长点。

图37：2008-2019 中国游戏出口情况



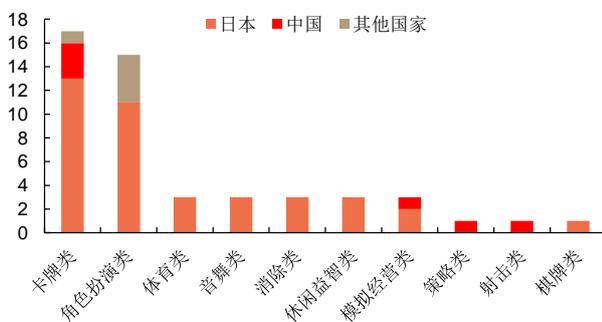
资料来源：伽马数据，申港证券研究所

2019Q3，国际市场为腾讯的游戏业务贡献了 10%的收入，2019Q4 海外市场则贡献了 23%的收入，剔除 Supercell 的并表影响，经估算这一比重上升到 15%左右，海外业务比重进一步提高。

结合前文分析，全球发达地区（尤其是美国、欧盟地区）的移动游戏市场拥有在短期内高速增长的潜力，是未来值得关注的潜力市场，美国及欧盟地区，移动游戏市场细分领域占比尚不足 30%，中、日则是 60%水平。

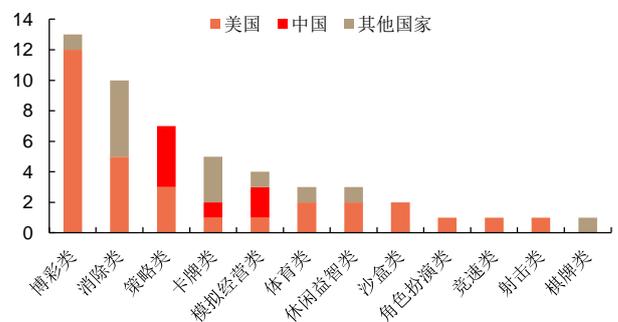
根据伽马数据对全球各市场收入 TOP 50 游戏的统计，可以看出，目前中国输出成功的游戏类型主要是策略类、卡牌类、模拟经营类、射击类，尽管这些类型游戏在国内不算最火的类型，但很受国际市场欢迎，对国内市场形成良好的互补。

图38：2018 年日本市场收入 Top 50 移动游戏各类数量分布



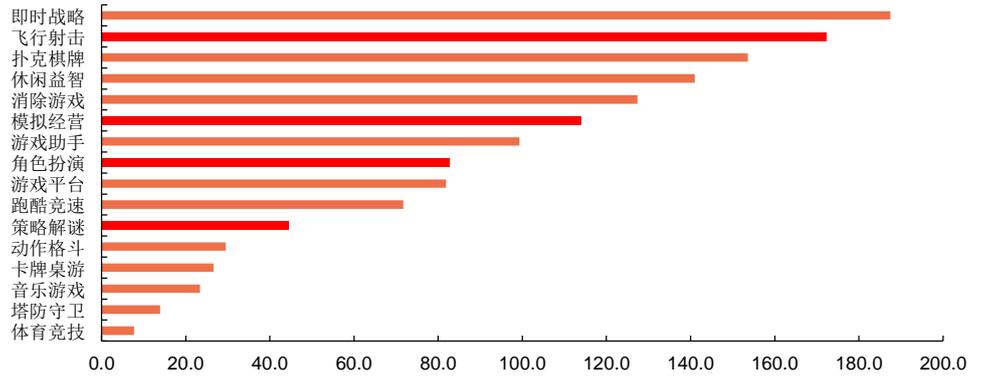
资料来源：伽马数据，申港证券研究所

图39：2018 年印尼市场收入 Top 50 移动游戏各类数量分布



资料来源：伽马数据，申港证券研究所

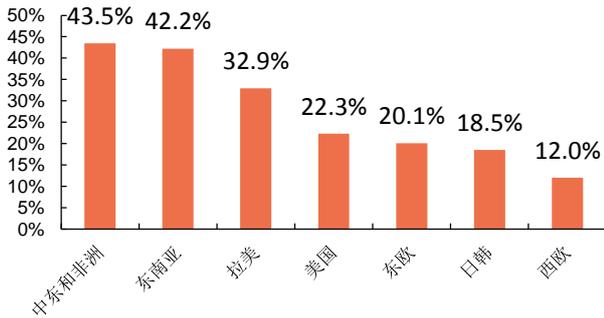
图40：2019 年 10 月国内各类手游 MAU



资料来源：极光大数据，申港证券研究所

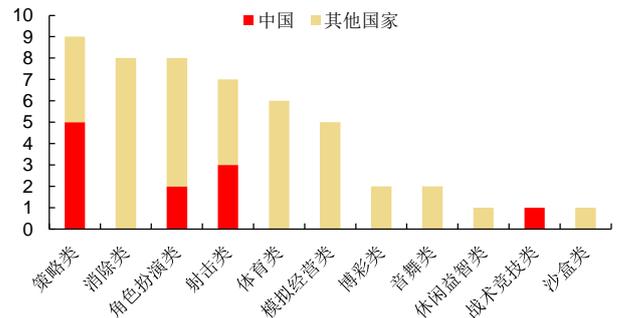
发展中地区来看，中东、非洲、东南亚等地游戏年均增长率也高于全球其他地区，这些地区往往经济、科技较为不发达，自主生产游戏的能力不足，极度依赖进口，为国内游戏厂商出口提供良好机会。以印尼为例，2018 年其策略类、射击类、角色扮演类、战术竞技类分别有 55%、43%、25%、100% 依赖中国进口。

图41：2014-2018 年各地区游戏市场年均增长率



资料来源：伽马数据，申港证券研究所

图42：2018 年印尼市场收入 Top 50 移动游戏各类数量分布



资料来源：伽马数据，申港证券研究所

此外，中国不是游戏进口大国，美国、俄国、巴西、印度等地是重度游戏进口国。中国市场 TOP 50 流水的游戏中，外来游戏仅 2 个，占游戏流水仅 4.8%，日本市场中外来游戏虽然有 11 个，但占流水比重仅 16%，美国市场中外来游戏 10 个，占流水 36%，俄罗斯、印度、巴西等地游戏行业重度依赖进口。

表5：2018 年各市场流水 TOP50 外来游戏产品数量、流水占比情况

	数量	流水占比
中国	2	4.8%
美国	10	36.2%
日本	11	16.1%
俄罗斯	42	76.3%
巴西	49	99.2%
印度	46	89.5%

资料来源：伽马数据，申港证券研究所

2.7.3 游戏版号审批趋严 加速行业落后产能清退

2018年12月游戏版号审批重启后，审批速度放缓，国产游戏2018年月均审批通过696个，2019年月均115个，2020年月均103个，但头部大厂基本不受影响，游戏基本正常获批，甚至大型厂商获得版号更为容易，腾讯、网易、三七互娱等均是连续两三个月都获得了版号。

进口游戏审批通过比例仅占8%，相比2019年的12%有所下降。2018-2020Q1，所有进口游戏版号中，腾讯占13.6%，网易占7.9%，腾讯平均每月2个进口游戏版号，网易进口1.5个，值得一提的是，两家的进口游戏审批速度与国产游戏基本一致，都在每月2-3个，这一点看，两家都是走国产自研+进口的战略路线，但相比之下腾讯对国际厂商的收购能力更强。

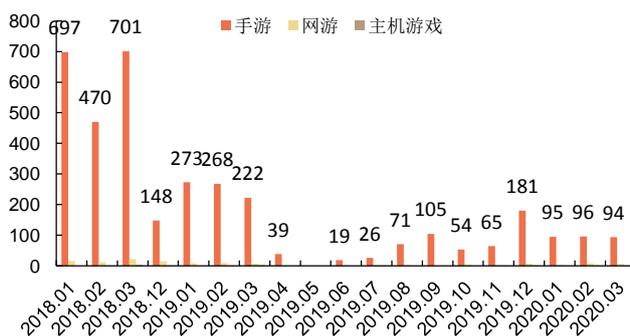
从终端类型分布看，无论是国产还是进口游戏，都以手游为绝对主流，侧面反映出手游市场竞争的激烈程度，但网游占比略有提高。

表6：月均国产审批通过游戏数

	国产	进口	国产占比
2018年	696	18	98%
2019年	115	15	88%
2020年Q1	103	9	92%

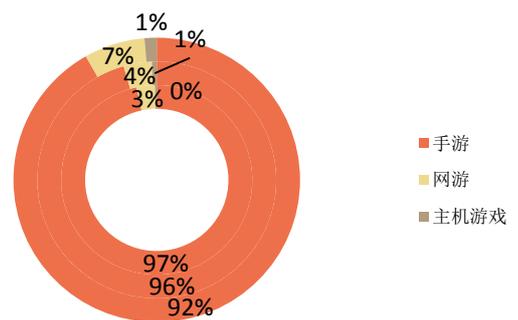
资料来源：广电总局，申港证券研究所。2020年仅统计1季度数据

图43：2018-2020Q1 国产游戏版号审批个数



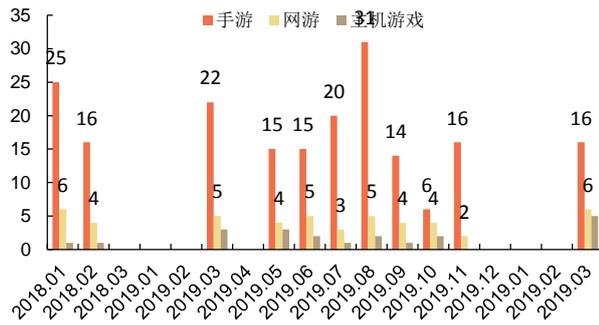
资料来源：广电总局，申港证券研究所

图44：2018-2020Q1 国产游戏版号终端类型分布



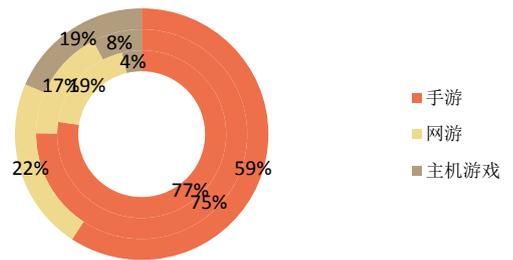
资料来源：广电总局，申港证券研究所。注内圈2018，外圈2020。

图45: 2018-2020Q1 进口游戏版号审批个数



资料来源: 广电总局, 申港证券研究所

图46: 2018-2020Q1 国产游戏版号终端类型分布



资料来源: 广电总局, 申港证券研究所

在游戏类型上, 结合各项政策精神, 版权审批重点向内容健康向上、富有民族特色的精品中、重度游戏偏移, 这类游戏的制作门槛更高, 利于头部厂商建筑行业壁垒。2019 年以来过审的 238 款国产移动游戏中, 只有 119 款为休闲益智游戏, 其余均为具有国内特色、题材类型各异的中、重度游戏。2020 年以来, 腾讯和网易均未申报休闲益智类游戏。

表7: 2020 年腾讯网易获批国产游戏一览

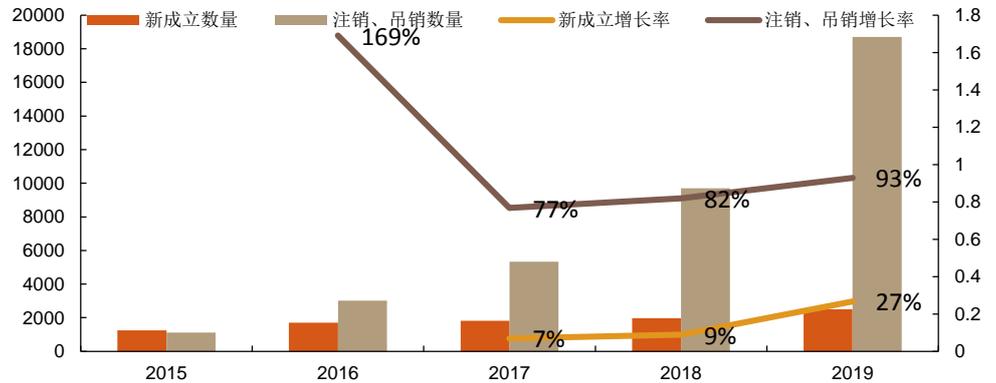
名称	申报类别	出版单位	运营单位	时间
一梦江湖	移动	网易	网易	2020 年 1 月 10 日
战歌竞技场	移动	腾讯	腾讯	2020 年 1 月 10 日
光与夜之恋	移动	腾讯	腾讯	2020 年 1 月 22 日
猎手之王	移动	汉唐文化	网易	2020 年 1 月 22 日
梦幻西游网页版	移动	网易	网易	2020 年 2 月 10 日
螺旋风暴	移动	腾讯	腾讯	2020 年 2 月 10 日
秦时明月世界	移动	腾讯	腾讯	2020 年 2 月 25 日
天谕	移动	网易	网易	2020 年 2 月 25 日
天涯明月刀	移动	腾讯	腾讯	2020 年 3 月 6 日
彩虹坠入	游戏机-Switch	腾讯	腾讯	2020 年 3 月 24 日
海岛纪元	移动	汉唐文化	腾讯	2020 年 4 月 8 日
乱斗之星	移动	腾讯	腾讯	2020 年 4 月 8 日

资料来源: 广电总局, 申港证券研究所

版号政策有助于游戏行业加速清退落后产能, 2+N 格局日益稳固:

- ◆ 2015 年间, 新成立的游戏公司 (包含公司名称和经营范围中含有“游戏”的公司) 共计 1255 家, 2016 年-2019 年新成立的游戏公司分别为 1697 家、1815 家、1976 家和 2504 家, 增长缓慢。
- ◆ 与新成立公司增长缓慢相反, 随着 2018 年版号停批、2019 年版号审批趋严, 注销、吊销的游戏公司数量急剧增加。2018 年, 游戏公司吊销、注销数量为 9705 家, 同比增长 82%, 2019 年达到 18710 家, 同比增长了 93%, 呈加速清退状态。2015 年-2019 年间, 新成立的游戏公司数量仅为注销、吊销的游戏公司的 24%。

图47：游戏公司数量变化



资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

2020年，腾讯多款高质量爆款手游可期，预约人数火爆：

- ◆ 手游方面，曾经的经典网游《英雄联盟》、《地下城与勇士》即将推出手游版（地下城与勇士预约用户数已达3000万）；
- ◆ 开发出《和平精英》的光子工作室有望今年推出《代号：生机》，2019年该游戏已内测；
- ◆ 开发出《王者荣耀》的天美工作室与暴雪合作《使命召唤手游》，2018年也已内测，国际服已上线，国服仍需等待官宣。

目前这些游戏均尚未取得版号。

表8：2020备受期待的几款腾讯游戏梳理

项目	游戏	类型	开发团队	发布时间
手游	英雄联盟手游	MOBA	Riot Games	待定
	地下城与勇士手游	RPG	NEXON	预计2020Q2，目前3000万预约玩家
	代号：生机	射击	腾讯光子工作室	待定
	云顶之弈手游	策略	Riot Games	2020年5月
	牧场物语 OL	模拟经营	Marvelous、腾讯	待定
	英雄联盟电竞经理	模拟经营	腾讯自研	待定
	使命召唤手游	射击	动视暴雪、腾讯天美工作室	待定，目前预约玩家超1600万
端游	重生边缘	第三人称射击游戏	腾讯NEXT工作室、GOBO工作室	待定

资料来源：申港证券研究所

2.7.4 游戏本身是一种文化输出而并不仅仅是印钞机

早在2009年，国务院办公厅的《文化产业振兴规划》就指出，动漫游戏企业是文

文化创意产业着重发展的对象之一，2018 年国家统计局将游戏、动漫产业纳入“战略新兴产业分类”。王者荣耀是国内最火爆的游戏，游戏体验是一种文化学习和传承，游戏出口本身是一种文化输出，目前王者荣耀推出了 100 个英雄、400 款皮肤，每一位英雄都根据中国历史人物或神话人物创造，配套体验有人物解读和背景台词，具有传递中华历史价值观的深远意义，因此游戏并非只是印钞机。

在与其他产业的合作上，我们看到了文化输出的力量，比如王者荣耀的英雄开始作为一种形象为传统消费品代言，并且利用微信朋友圈平台发布广告，我们可以看到，文化生态与传统行业的合作会是一种新的创收模式。

图48：王者荣耀中的角色为某品牌代言



资料来源：朋友圈，申港证券研究所

我们预计 2020 年腾讯游戏业务增速在 10%-13%，其中手游增速在 20%-23%，端游在 -5%。

3. 数字内容：付费是大势所趋

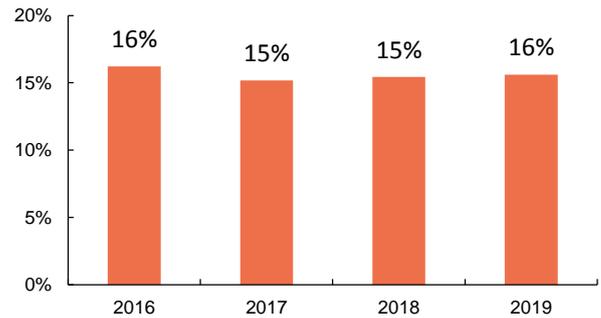
数字内容业务增速可观且可期。数字内容主要包括视频订购（会员费）、直播服务（打赏）、音乐订购（会员费）及网络文学等领域的付费收入，2017-2019 年数字内容业务收入分别是 361/482/589 亿元，增速分别是 46.3%/33.7%/22.1%，2019 年数字内容服务收入占总收入的 16%，过去四年占比稳定，业务增速与公司营收整体增速相匹配。

图49：腾讯数字内容业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图50：腾讯数字内容业务收入占比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.1 在线视频

在线视频 APP 是全球最能赚钱的 APP，腾讯视频是中国最能赚钱的 APP 之一。根据 APP Annie, 2018 年全球收入排名前五位的移动应用中，有三项属于视频类，其中美国的 Netflix 排名第一，中国的腾讯视频和爱奇艺分别位列第三和第四，目前国内各主流厂商收费标准基本统一，竞争焦点集中在内容制作和渠道宣传，而非用户订阅价格。

国内来看，爱奇艺、腾讯视频、优酷视频位列第一梯队，市场渗透率合计 80%；芒果 TV、哔哩哔哩位列第二梯队，市场渗透率合计 9%。整个行业收费水平基本统一在 20 元/月、连续包月 15 元/月、连续包季 45 元/季，小平台为了抢夺长期客户，在包年收费上稍微更加优惠。

表9：国内五大主流视频网站对比

	爱奇艺	腾讯视频	优酷视频	芒果 TV	哔哩哔哩
成立时间	2010	2011	2006	2014	2013
行业地位	第一梯队			第二梯队	
渗透率	第一梯队合计 80%			第二梯队合计 9%	
母公司/实控人	百度	腾讯	阿里巴巴	湖南广电	陈睿，腾讯、阿里分别持股 13.3%、7.2%
业务范围	视频	视频	视频	视频	视频+社交
2019Q3 MAU	567	485	431	117	78
2019Q3 付费用户	106	100		15	8
2019Q3 活跃用户	18.7%	20.7%		12.8%	10%

	爱奇艺	腾讯视频	优酷视频	芒果TV	哔哩哔哩
付费率					
2020年3月最新收费政策					
普通套餐	19.8元/月, 3个月 58元	20元/月, 3个月 58元	3个月56元	20元/月, 3个月 55元	25元/月, 3个月 68元
包月	15元连续包月	15元连续包月, 首 月12元	15元连续包月, 首 3月6元	15元连续包月, 首 3月9元	15元连续包月
包季	45连续包季	45连续包季, 首季 40元	45连续包季	45连续包季	45连续包季
包年	178连续包年 (14.8/月)	198包年, 178连 续包年(14.8/月)	198包年, 178连 续包年(14.8/月)	198包年, 178连 续包年(14.8/月)	168包年, 148连 续包年

资料来源: 各大APP, Analysys, 申港证券研究所。(注: 为保障MAU可比性, 统一采用Analysys数据)

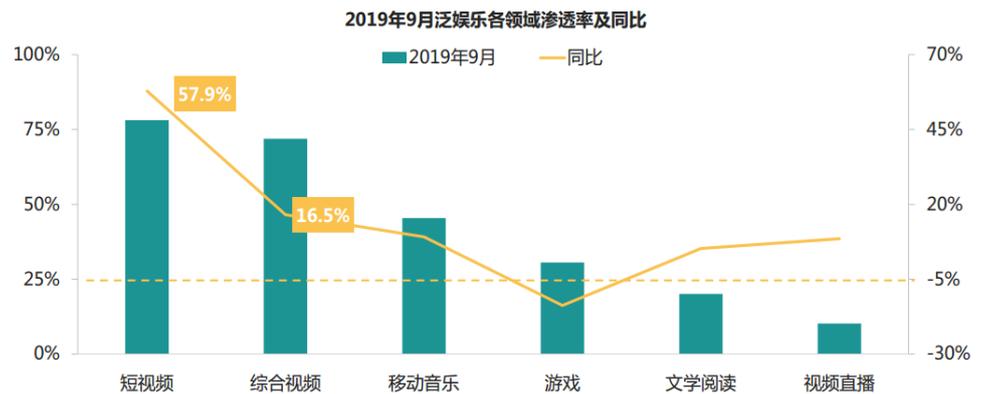
3.1.1 在线视频为什么赚钱?

主要是两点:

一、在线视频APP的渗透率高+付费比例较高, 付费用户庞大。

在线视频的渗透率在泛娱乐细分行业中排名第二, 渗透率接近75%。腾讯视频和爱奇艺2019Q4的MAU都在5亿以上(Analysys数据口径), 付费用户都在1亿以上。

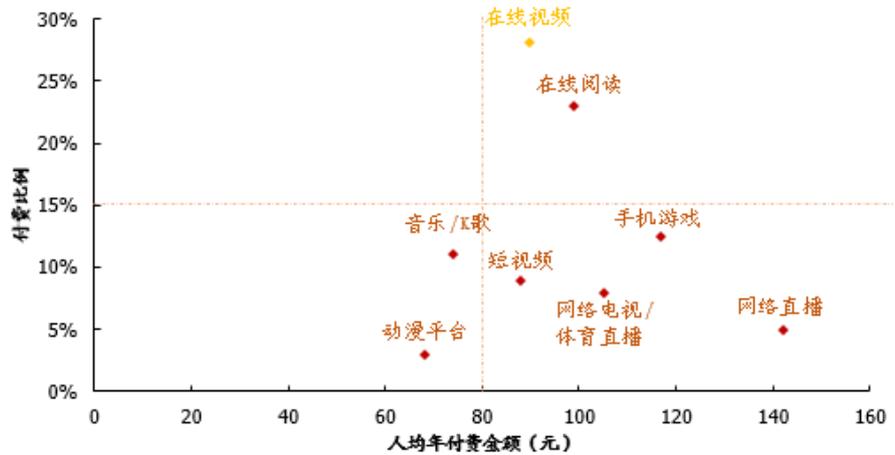
图51: 2019年9月泛娱乐行业各领域渗透率及增速



资料来源: Trustdata, 申港证券研究所

根据极光大数据2019年6月对20-50岁消费主力人群的调研, 各种休闲娱乐APP中, 在线视频、在线阅读的付费用户比例最高(20%+), 其次是手游、音乐和短视频, 直播类付费用户比例最低。从单用户年付费金额来看, 网络直播、手游、网络电视最高, 其次是在线阅读、在线视频和短视频, 音乐和动漫平台最低。

图52: 2019H1 20-50 岁消费主力人群休闲娱乐付费情况



资料来源: 极光大数据, 申港证券研究所

二、对照国际经验, ARPPU 可以在不拉低付费用户数的基础上持续稳定增长。

ARPPU, 指每付费用户收入, 与 ARPU 的区别是, ARPU 分母是活跃用户 (适用于游戏、广告等行业), 范围大于 ARPPU 的分母付费用户 (适用于音乐、视频、直播等内容行业)。

随着版权意识的崛起, 内容付费是大势所趋, 不付费基本无法享受平台的新增内容, 包括电影、电视剧、综艺等, 这些产品周期较长, 要求用户持续支付会员费, 而 2-3 月的追剧周期, 将有助于用户形成消费习惯; 此外, 一些经典内容也只限会员可看。因此, 消费者越来越愿意付费且普遍对涨价不敏感。

借鉴 Netflix 的发展路线, 从四次涨价经验 (每次 1-3 美元/月) 看, 收费标准小幅提高并不会拉低付费会员数, 甚至会刺激短期收入快速提高:

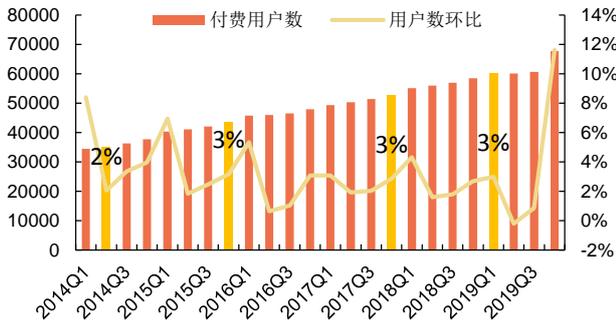
- ◆ 2014Q2、2015Q4、2017Q4、2019Q1 涨价后, 当季付费用户数都保持 2%-3% 正增长, 且增速并无明显下降;
- ◆ 公司收入除当季反弹外, 在下一季都维持住一定增速, 甚至 2017、2019 年的两次涨价, 公司下一季收入环比增速在 11%-12%, 远高于平常 5% 的增速。

表10: Netflix 历年涨价情况一览

套餐种类 (高清度由上而下提高)	历史价格	2014/05	2015/10	2017/10	2019/01
基础套餐		新增套餐, 7.99 美元/月	7.99 美元/月	7.99 美元/月	8.99 美元/月, 老用户三个月内不调价
标准套餐	7.99 美元/月	新会员 8.99 美元/月, 老用户 2 年不调价	新会员 9.99 美元/月, 老用户 1 年不调价	提价至 10.99 美元/月	12.99 美元/月, 老用户三个月内不调价
高级套餐	8.99 美元/月	新会员 11.99 美元/月, 老用户 2 年不调价	11.99 美元/月	提价至 13.99 美元/月	15.99 美元/月, 老用户三个月内不调价

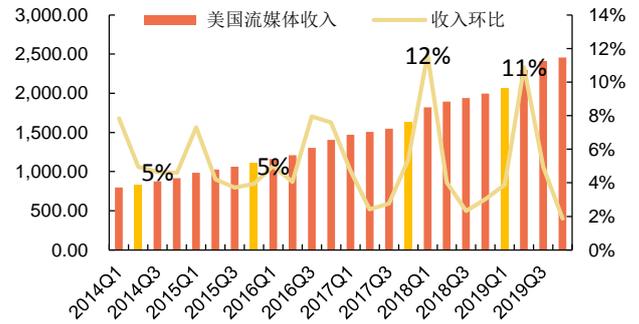
资料来源: 公开资料整理, 申港证券研究所

图53: Netflix 付费用户数 (千人) 及环比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所 (标黄为四次涨价季度)

图54: Netflix 美国流媒体收入 (百万美元) 及环比增速



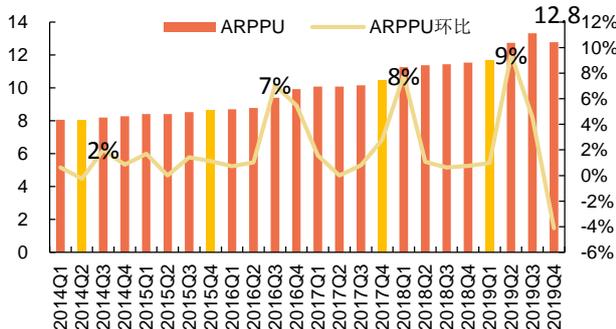
资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所 (标黄为四次涨价季度)

除了 Netflix, YouTube 也一直在涨价中, 2013 年部分频道 3.99 美元/月, 2015 年推出收费会员制度 YoutubeRED: 9.99 美元/月, 2018 年 6 月 YouTube Premium 取代 YouTube Red 服务: 11.99 美元/月。

随着四次涨价, Netflix 的 ARPPU 也在不断提升, 估算国内厂商至少还有 24% 的涨价空间。不断提升是因为一些老用户享受提价保护政策, 只在已采购服务到期后才会以新价格标注继续付费。目前 Netflix 的 ARPPU 在 12.8 美元/月, 国内厂商以腾讯视频、爱奇艺为首, 爱奇艺 ARPPU 在 11.3 元/人/月, 仅美国水平的 1/8, 但美国人均 GDP 是中国的 6.4 倍, 由此估算国内厂商至少还有 24% 的涨价空间。

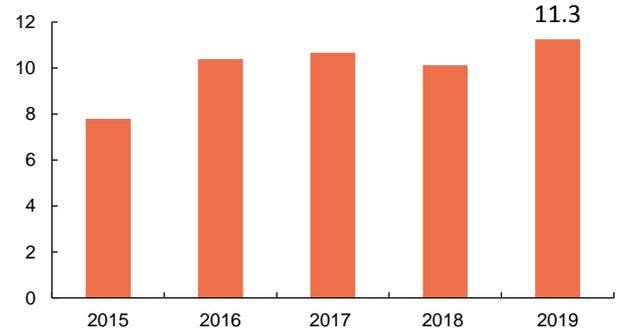
对比东南亚市场, 2015 年成立的新加坡视频流媒体平台 HOOQ 在东南亚的售价为 3.7 美元/月, 折人民币 26 元/月。总部位于马来西亚吉隆坡、有“东南亚 Netflix”之称的 OTT 平台 Iflix 在东南亚的收费约 3 美元/月, 折人民币 21 元/月, 比国内市场贵 5%-30%。

图55: Netflix ARPPU (美元/人/月) 及环比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所 (标黄为四次涨价季度)

图56: 爱奇艺 ARPPU (元/人/月)



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

3.1.2 在线视频未来两大增长方向

借鉴国外经验，国内在线视频业务未来五年的两大增长方向：

一、ARPPU 的提升

国内视频平台在 2011 年将包月会员定价为 20 元（连续包月 15 元），价格至今 8 年没有变化过，但有各种付费政策和特殊活动进行变相提价：

- ◆ 2017 年初，腾讯视频还支持 45 元 3 个月的一次性会员，2017 年 6 月涨价至 58 元/季；
- ◆ 2019 年 12 月腾讯视频针对热播网剧《庆余年》在 VIP 抢先看 6 集的基础上，会员可多花 50 元在更新时多看六集；

2019 年末，爱奇艺创始人龚宇公开表示正在酝酿涨价。预计在 10% 以上。

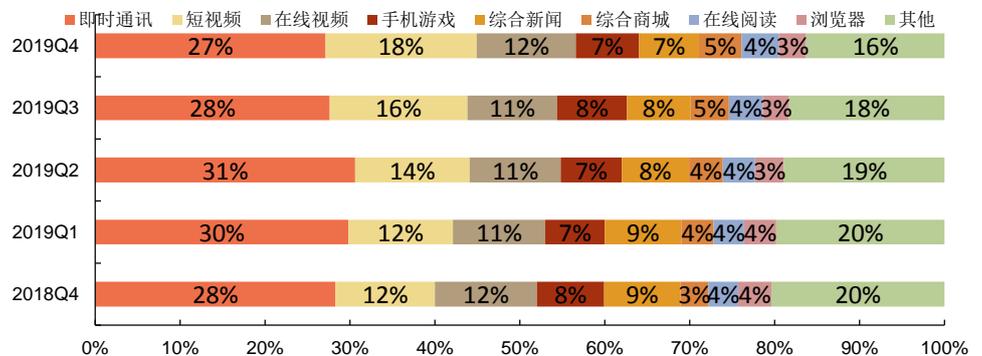
二、订阅用户数的提升

腾讯和爱奇艺订阅用户数（即付费用户数，实际包括付费用户+试用用户，试用用户占比 5% 以内可忽略不考虑）持续增长，且量级基本相同，都刚刚超过 1 亿。

两家过去一年的季度复合增长率都在 5%，过去两年的季度复合增长率都在 8%，假设 2020 年季度复合增长率在 4%，订阅用户数年化 2020 增速预计为 17%。

与美国对比，腾讯和爱奇艺的付费用户合计 2 亿，占中国总人口的 14.3%；Netflix 美国付费用户数 6766 万，占美国总人口的 20.7%。在国内收费低于美国标准 24% 的现况（前文所示已按人均 GDP 换算）下，保守估计腾讯和爱奇艺的付费用户短期仍有 45% 以上的增长空间。尽管出现短视频等新兴行业，但实际未真正抢夺在线视频的用户时长。

图57：移动网民人均 APP 使用时长分布

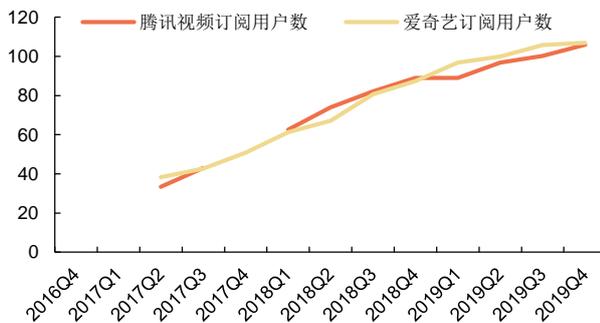


资料来源：极光大数据，申港证券研究所

付费率（付费用户数/MAU）到 2022 年还有 60% 空间，对应 CAGR 预计在 17%。根据艾瑞咨询预测，2022 年，在线视频付费率预计达到 40%，两家龙头的付费率

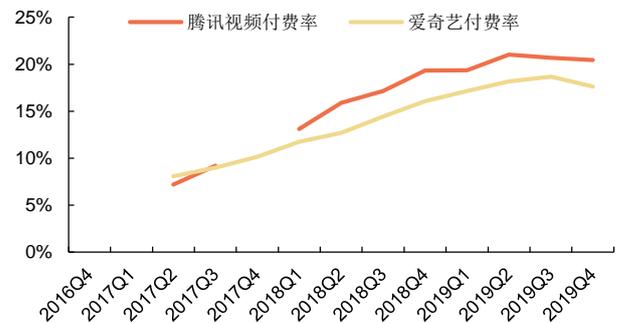
一直在稳步提升，其中腾讯视频活跃用户的付费率（20%）略高于爱奇艺（18%），不考虑两家用户重合度，付费率增长空间还有 1 倍。考虑用户重合度的话，根据 Analysys，2019 年腾讯视频和爱奇艺的重合率达到 38.83%，则估算两家合并付费率在 25%，空间为 60%，对应 CAGR 为 17%，与上一部分测算结果基本一致。

图58：订阅用户数腾讯视频 VS 爱奇艺



资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

图59：活跃用户付费率腾讯视频 VS 爱奇艺



资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

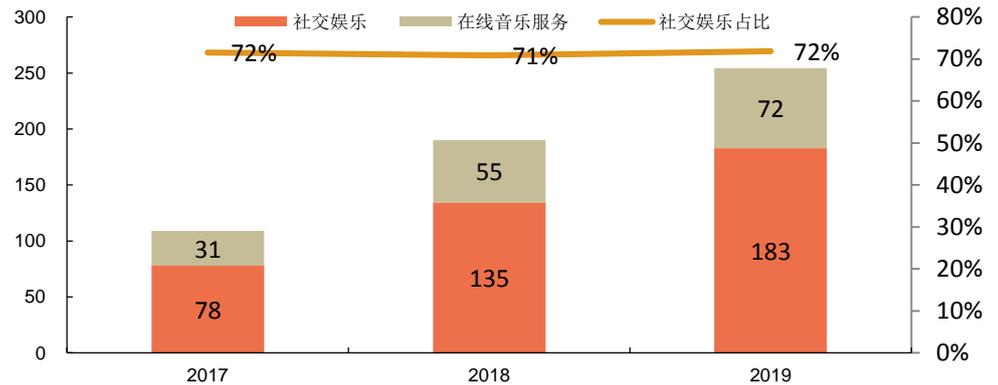
3.2 直播及音乐

2018 年初，国家版权局推动各大音乐平台陆续达成版权互授合作，受益于用户版权意识及付费习惯的不断普及，国内对音乐、影视等线上内容消费的付费意愿逐渐增强。

国际市场上，版权收费先行一步，Apple Music 自问世起就实行流媒体视频与流媒体音乐的订阅服务，而 Spotify 在前期实行免费+付费的并行模式后也已经逐渐向全付费模式倾斜，付费用户数量反而快速增长。

手握国内最大的音乐版权库，腾讯音乐在国内在线音乐平台的竞争中正占据着绝佳的优势。2018 年末，腾讯音乐集团独立分拆上市，旗下公司主要包括 QQ 音乐、酷我、酷狗及全民 K 歌，业务组成主要是社交娱乐服务（主要是直播虚拟道具售卖收入）和在线音乐付费服务（音乐会员付费），2019 年，腾讯音乐收入 254 亿，其中社交娱乐服务占比 72%，YOY 36%（2018 年 72%），在线音乐付费服务 YOY 29%（2018 年 79%）。数字内容板块总收入 589 亿，腾讯音乐占比 43%。

图60: 腾讯音乐收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图61: TME 四大 APP 展示



资料来源: 公开资料整理, 申港证券研究所

无论是音乐付费还是直播打赏, 业务增长逻辑主要是:

一、版权意识崛起与粉丝经济

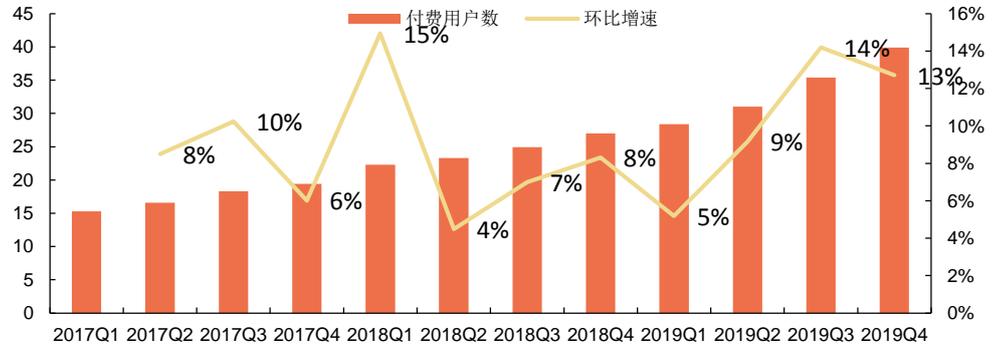
音乐付费: 2019年3、4月开始, 部分主流歌手的歌曲只能付费收听完整部分, 即便付费后成功下载了, 在下个月停止付费时也仍然无法收听, 而之前的付费范围仅限于新单曲、新专辑或者VIP特别曲库。

- ◆ 作为第一个跟腾讯音乐签约所有歌曲的付费听的艺人, 周杰伦的所有歌只能在腾讯集团旗下产品收听, 仅限会员, 2019Q2 腾讯音乐付费用户数大涨 9%, 2019Q3 大涨 14%。
- ◆ 全球数字专辑盛行趋势下, 国内艺人也不例外, 2019年9月16日, 周杰伦单曲《说好不哭》在腾讯音乐旗下三大音乐平台上线, 25分钟后总销量超过 229 万, 由于在线同时付费人数过多, QQ 音乐的服务器一度出现宕机。
- ◆ 蔡徐坤的数字专辑《YOUNG》在腾讯娱乐集团平台上销售超过 1200 万张, 销售额突破 6000 万元。
- ◆ 与国外市场不同, 为了鼓励粉丝重复购买来“冲榜”, 平台允许一个账号进行多次

购买行为；而在 iTunes 上，一个帐号只能购买一次。

直播打赏：主播 live 也是内容创作的一种，为喜欢的主播歌手刷礼物，与为偶像音乐买单是一样的道理。

图62：腾讯音乐付费用户数及环比增速



资料来源：公司公告，申港证券研究所

二、内容经济

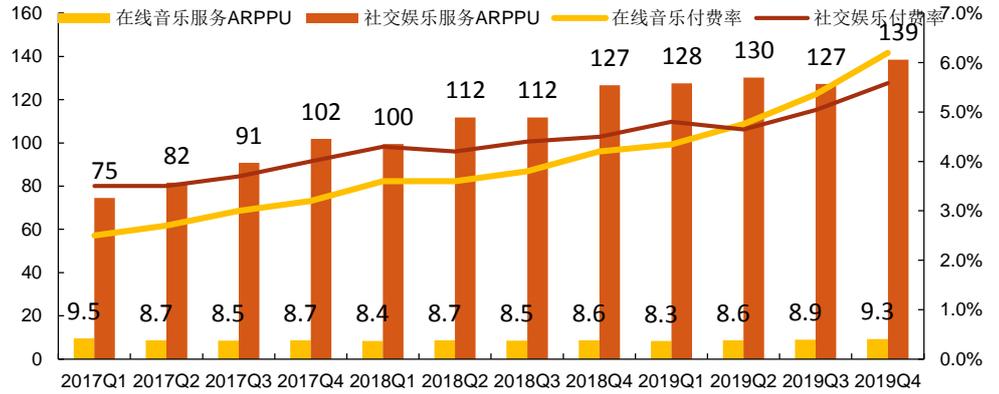
腾讯音乐的曲库覆盖了 2019 年 90% 以上影视 OST 版权,以及 2019 年所有头部综艺节目的 OST 版权。此外，腾讯还推出创音乐人计划，QQ 音乐不仅成功推出了一些抖音热门歌曲，比如《桥边姑娘》已经在平台获得超过 11 亿次播放，还成功通过了 S 制造项目推动了永彬 Ryan.B 和 Uu 等“超新星”艺人的崛起。而这些抖音热门歌曲，有一部分也进入了 QQ 音乐的付费曲库中。

三、直播业务受益于疫情

受疫情影响，很多音乐现场演出、线下音乐节目录制迁移至线上，通过直播等方式触达用户，腾讯音乐 3 月推出了“线下录制+线上直播”的全景音乐现场 TME live，作为一种线上演出付费模式，腾讯将其定义为一项集团长期业务，同时有利于补上业务短期空缺。

APRRU 和付费率是最关键的两个指标。社交娱乐服务（直播）和在线娱乐服务（会员）的 ARPPU 和付费率一直在稳步提升，2019Q2 开始在线音乐付费率（5%）超过社交娱乐付费率（4.6%），但直播的 ARPU（130 元/月/人）明显高于会员费（8.6 元/月/人）。QQ 音乐的会员费一直在 8 元/月，如果连续包月，价格在 7.6/月，连续包年 88/年（7.3/月），ARPU 高于 8 元/月是因为需要额外付费的新数字专辑，一般在 5-30 元/张不等。

图63: 在线音乐 VS 社交娱乐的 ARPPU 及付费率

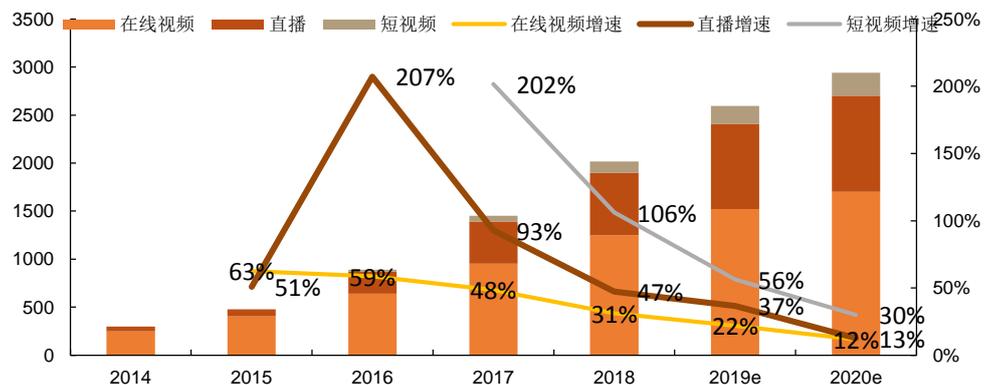


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

2019 Q4 腾讯在线音乐付费率为 6.2%，根据腾讯招股书中披露，预计 2020 年中国在线音乐服务付费率将达到 8% (29%空间)，2021 年达到 13% (113%空间)，2022 年达到 21.8% (2.5 倍空间)，2023 达到 28.7% (3.6 倍空间)。

直播市场来看，根据比达咨询，国内直播市场增速将放缓至 13%，与在线视频为同一增速级别。2019 年腾讯直播市场增速 36%，与比达咨询预测国内市场增速一致，因此我们预测这一部分业务腾讯 2020 年的增速在 13%。

图64: 中国网络视频分类型市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 比达咨询, 申港证券研究所

3.3 数字内容业绩预测

爱奇艺 2019 年增值服务收入 207 亿 (总收入扣除广告收入部分)，估算腾讯视频除广告外的收入为 200 亿，阅文集团 2019 年收入为 83 亿，在线视频+腾讯音乐+阅文集团合计估算 537 亿，基本占到数字内容板块收入的 91%。综前所述，通过分部预测，估计 2020 年腾讯数字内容板块收入 719 亿，YOY 22.1%。

表11：2020-2022 数字服务板块业绩预测

	2019	占比	2020E YOY	2020E	2021E YOY	2021E	2022E YOY	2022E
数字内容	589		22.1%	719	24.4%	895	25.1%	1,119
1) 腾讯视频	200 (估计)	34%	29%	257	25%	322	23%	396
ARPPU			10%		7%		5%	
付费用户数			17%		17%		17%	
2) 腾讯音乐	254	43%	18%	300	26%	378	30%	490
社交娱乐	183		13%	207	10%	227	5%	239
在线音乐	72		29%	93	62%	150	67%	251
3) 阅文集团	83	14%	20%	100	20%	120	20%	143
4) 其他	52	9%	20%	62	20%	75	20%	90

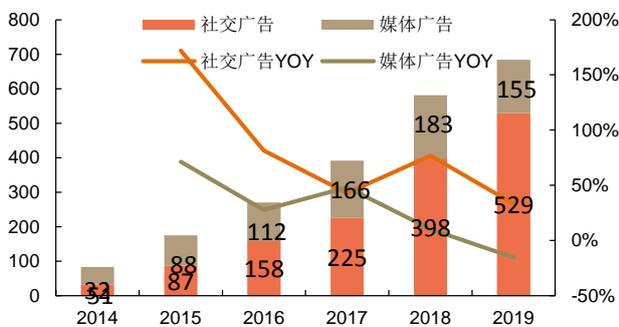
资料来源：公司公告，申港证券研究所估算

4. 网络广告：社交赋能，增长可期

网络广告是典型的“用户不是买单者”的商业模式，用户基本免费享受平台带来的信息流，广告主为流量触达和转化买单。

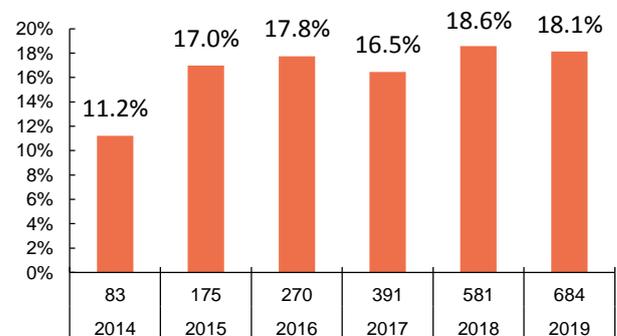
2019年腾讯网络广告收入684亿，YOY 17.7% (2018年43.6%)，占总收入比为18.6% (2018年18.1%)。其中，社交广告占比不断提升，2017-2019占比分别为58%、68%、77%；媒体广告占比不断下降，2019年收入增速首次转负。社交广告，主要包括朋友圈、除腾讯新闻外的移动端新闻应用、微信公众号等APP的信息流广告收入；媒体广告，主要包括腾讯视频+腾讯新闻的贴片广告+信息流广告收入。

图65：腾讯数字内容业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图66：腾讯广告业务占总收入比

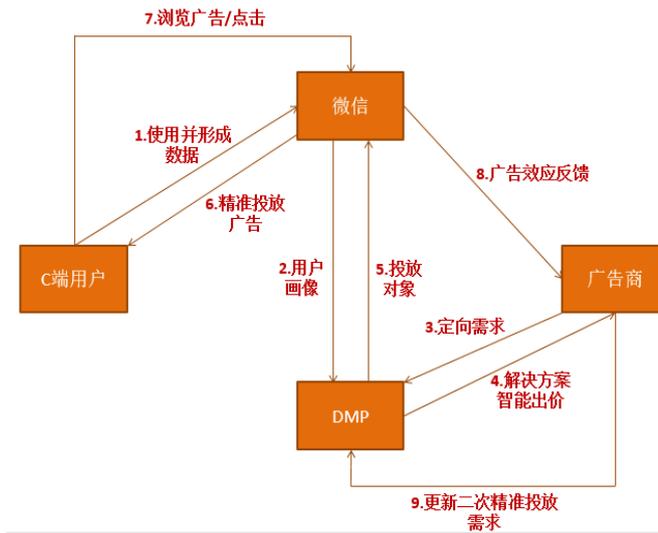


资料来源：公司公告，申港证券研究所

头部互联网公司一般由DMP(数据管理平台)或者第三方专门负责广告投放业务，腾讯有广点通(现名腾讯广告)，抖音有巨量引擎，百度有阿拉丁。除统一的广告投放管理平台外，腾讯、抖音等公司还会有专门销售1v1负责服务、方案沟通和签约。

图67：DMP平台广告投放流程

图68：微信广告精准投放客群标签可选项示意图



资料来源：申港证券研究所

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

图69：腾讯客群标签体系



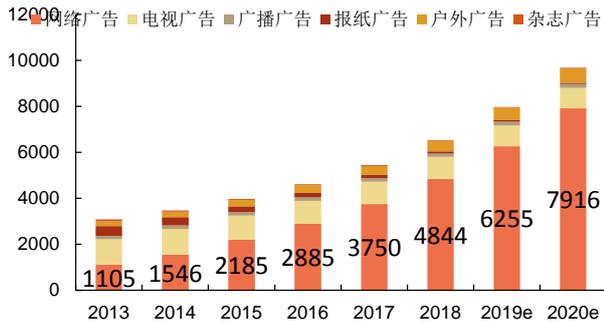
资料来源：腾讯广告，申港证券研究所

4.1 社交广告是未来的方向

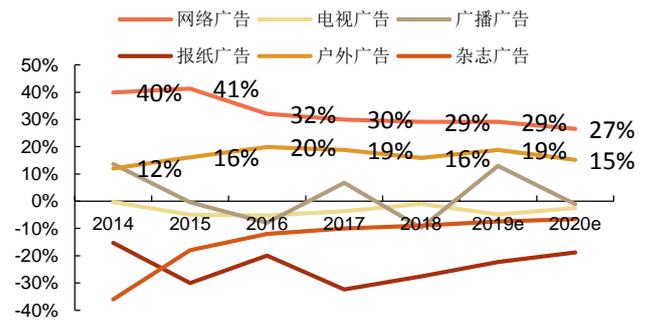
广告行业整体向网络广告中的信息流+电商广告迁移。信息流广告是指出现在社交媒体用户动态中的广告，国内像微信朋友圈、微博、抖音上的广告都属于信息流广告，国外比如 Facebook、Twitter。按媒体形式来看，只有网络广告和户外广告（主要包括楼宇电梯、交通枢纽、影院等场所的户外广告）呈正增长趋势，其中网络广告仍在高速增长中，预计 2020 年增速仍在 27% 的水平。

图70：国内六大媒体广告市场规模（单位：亿元）

图71：国内六大媒体广告市场规模增速



资料来源: 艾瑞咨询, 申港证券研究所



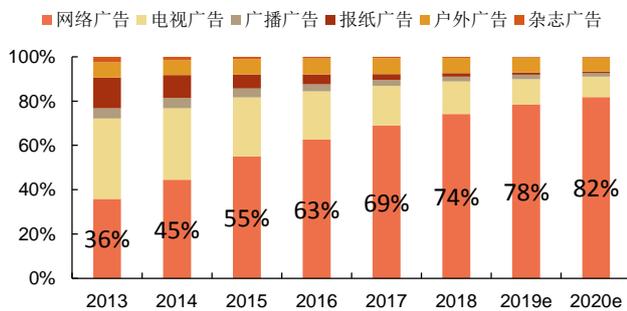
资料来源: 艾瑞咨询, 申港证券研究所

具体到网络广告的形式:

- ◆ 信息流广告扩张迅猛, 主要受益于各类社交软件的繁荣;
- ◆ 电商广告维持占比;
- ◆ 搜索广告、品牌图形广告、视频贴片广告占比萎缩,

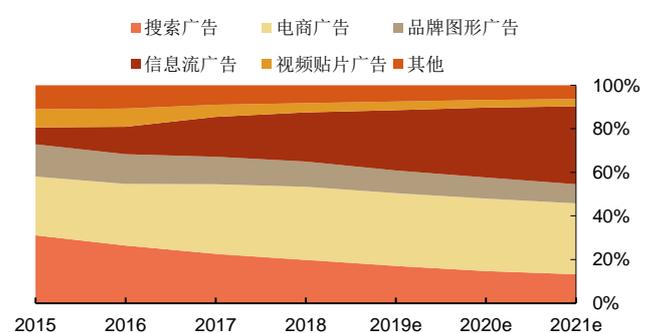
腾讯的业务发展趋势与广告行业发展大趋势趋同。

图72: 国内六大媒体广告市场规模占比情况



资料来源: 艾瑞咨询, 申港证券研究所

图73: 国内各类形式网络广告分布情况

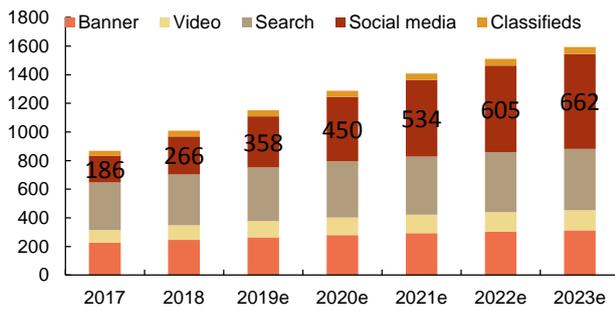


资料来源: 艾瑞咨询, 申港证券研究所

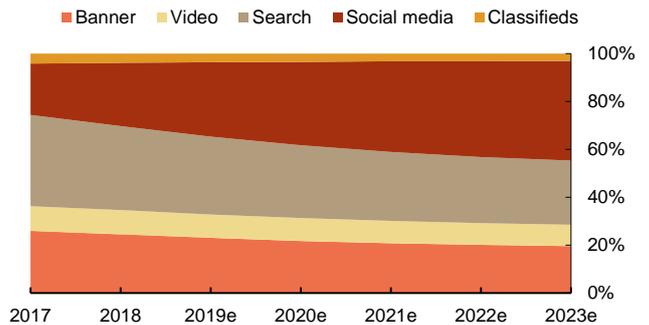
从美国的广告发展情况来看, 仍是社交广告逐渐占据市场主流, 证明社交广告在全球逐渐凸显重要性。美国 social media (社交广告) 的占比 2019E 在 31%, 对比国内信息流广告 28% 的占比, 基本保持在同一重要度。

图74: 国内各类形式广告市场规模 (单位: 亿美元)

图75: 国内各类形式广告分布情况



资料来源: iimedia, 申港证券研究所



资料来源: iimedia, 申港证券研究所

4.2 视频广告为何辉煌不再?

广告是为了营销, 营销是为了让客户买单, 对于一个平台而言, 用户在平台花费的时间是有限的, 从平台角度考虑, 单位时间内能让用户看到更多的广告, 平台才能有更多的广告收入。

以 CPM 计费方式的广告为例:

广告收入=日活跃用户数 DAU*每日人均浏览信息量*广告加载率 AD Load*每千人曝光次数费用 CPM

广告平台的收入依靠 4 个因素:

- ◆ **流量:** 即日活跃用户数 DAU, 越高越好;
- ◆ **每日人均信息浏览量:** 每个人每天能看到的信息越多越好, 比如视频就是每天看电影或者综艺的个数, 朋友圈和微博就是每天刷的条数。信息呈现模式固定下来后, 用户时长的提高是主要刺激因素;
- ◆ **广告加载率:** 这些信息中出现广告的频率越高, 平台收入越高, 但过高会影响用户体验, 因此需要控制加载率;
- ◆ **每千人曝光次数费用 CPM:** 平台收费标准越高, 收入越高, 一般为了保证产品体验严格限定低加载率的公司, 收费水平会更高。

视频广告 (指腾讯视频、爱奇艺等在线视频 APP, 不包括短视频) 和信息流广告 (包括短视频) 在市场中份额差距扩大有两点原因:

一、视频广告单位时间能呈现的广告有限

视频 APP 每日人均信息浏览量低。视频广告一般位于一部电影或一集电视剧的前 15s-60s, 如果有会员所有广告可以无条件跳过, 目前每位用户每天花费 60-100 分钟看视频, 约等于一部电影, 或者 2-3 部电视剧的时间, 可以呈现的广告数为 1-3 条, 经过我们调研, 这远远低于其他社交平台每天呈现在用户面前的广告数。

这个规模很难再提高，在精彩的电影和剧集中插播广告，多数人都极为反感，其他视频贴片广告，考虑到 APP 功能，也不会高频次在视频 APP 中呈现，因为一部剧可以霸屏 2-3 个月，用户不需要每天在视频 APP 去“刷”新的信息，他们只需要通过其他平台知道，什么电影好看，行为重点在于“看”。

社交平台 and 短视频则不同，每日人均信息浏览量较高。作为信息流平台，行为重点在于“刷”，每条信息的单位时长极短，比如人每天看到几十条朋友圈也不会腻，抖音一口气刷上百条，尽管除微信外，停留在社交或短视频 APP 的日均时长不足 1h，但可以“刷”出来的信息量级远超视频 APP，这也是短视频崛起的原因之一。

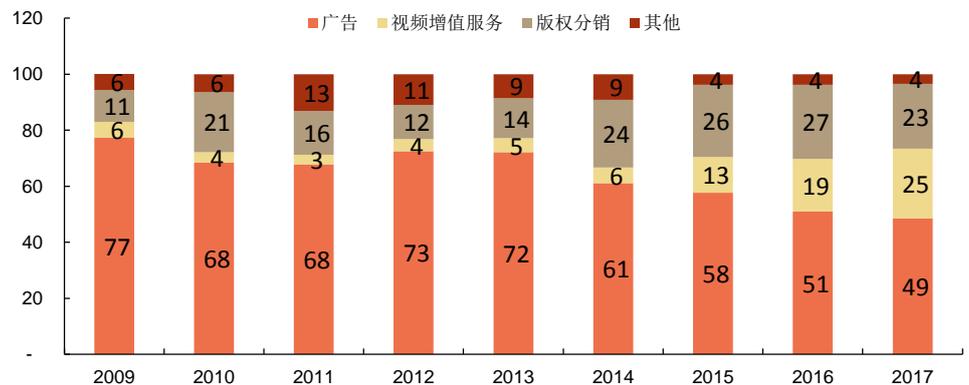
在相同的广告加载率下，社交和短视频平台每日人均信息浏览量级更大，广告收入也越高，更能完成商业模式上的变现。

二、用户行为数据的不足不利于精准投放

一般用户越多，用户数据越多，对用户的投放越精准，广告商单次投放转化率高，从而吸引更多广告商进行投放。每一次广告行为都会形成用户行为数据，越精准的投放效益越好，越吸引广告商投放更多广告，用户点击和浏览等行为数据就会越多，进而形成二次营销的良性循环，这个循环的起点重新回到用户层面。

视频 APP 本质上缺少用户行为数据基因。每日人均信息浏览量级上的劣势更深层次的影响是用户行为数据的劣势。用户的行为重点不是操作（动态），而是看（静止状态），但社交 APP 可以高频次点赞、评论、转发、分享，视频 APP 用户操作空间小，比如看到好看的综艺，大家只会把想法以文字形式发布在社交平台，因此视频平台本身获得的用户行为数据较少，很难根据现有数据取得较为完整的用户画像，精准分析用户行为并完成精准投放，除非从其他渠道拿到用户更多维度的数据。

图76：2009-2017 年在线视频收入分布



资料来源：Wind，申港证券研究所

4.3 社交广告空间几何?

社交广告空间有几大要素:

- ◆ DAU: DAU 越高越好;
- ◆ 加载率: 过高会影响用户体验;
- ◆ 单价: 最重要是性价比。

腾讯社交广告是腾讯集团核心的广告业务单元。通过对微信、QQ 用户数据进行标签化数据挖掘, 以实现精准投放、人群拓展和智能出价等, 目前主要实现平台是微信朋友圈+小程序:

- ◆ **账户预充模式。**广告主想投放广告, 需在申请账户并预充一定广告费用, 一般在万元级别, 使用广告投放功能时自动从账户中扣除费用, 单次支出一般也有最低消费门槛限制。
- ◆ **广告位相对紧张, 广告商可以选择排期/竞价模式。**排期是指提前预定未来目标人群的广告展现机会, 冻结账户对应广告金额, 投放开始时间为未来 1~28 自然日, 投放持续时间为 12 小时以上, 最终按照实际曝光情况结算广告费用。竞价模式, 类似于投标, 价高者得标, 最快当日可投放无需排期, 投放持续时间除朋友圈在 6 小时以上外, 公众号、小程序等为 12 小时以上。朋友圈广告的竞价价格会高出排期 3-4 倍, 公众号可能会高出 5-10 倍, 小程序也会高出 5-10 倍。
- ◆ **微信场景和广告形式更为丰富。**朋友圈、公众号、小程序三大功能渗透社交、阅读、娱乐、生活服务等多场景, 广告形式除 banner 和视频外, 还包括激励式广告组件、公众号互选广告等。分成模式上, 2019 年 6 月 1 日起, 公众号原创文章流量主按照原创文章单日广告收入流水的 70% 比例分成, 不设上限, 优质文章将会得到更多的收入。目前公众号在 30%, 小程序在 30%-50%, 与抖音达人 (30%)、微博大 V (30%) 等业内平台水平基本相当。

表 12: 微信内各场景广告位及分成模式对比

	朋友圈	公众号	小程序
开通广告位条件	-	500 粉丝以上	独立访问用户 (UV) 1000 以上
Banner 广告	√	√	√
插屏广告组件			√
激励式广告组件			√
视频广告组件	√	√	√
互选广告		√	
腾讯分成模式	CPM/CPC 收费	按原创文章单日广告收入流水的 30% 比例分成, 不设上限	普通小程序/小游戏: 按单日广告收入流水的 50% 比例分成, 不设上限 创意小游戏: 单日广告收入流水 200 万以内的部分, 分成比例 30%; 单日广告收入流水超过 200 万的部分, 分成比例 50%, 不设上限。

资料来源: 腾讯广告, 申港证券研究所

- ◆ **微信坚持无开屏广告。**微信的开屏一直是一个人站在地球前面, 每个人看到这个场景都有不同的理解。对照抖音开屏广告一天最低 280 万的轮动单日价格, 一年 365 天, 每天 8 轮轮动的话, 年收入预期在 80 亿以上, 相当于腾讯 15% 的社交

广告业务增量。

为什么坚持无开屏广告？张小龙认为：“许多人花在家人和朋友的时间，可能还没有微信多。如果微信是一个人的话，微信一定是你最好的朋友。微信开屏广告，就相当于你跟最好的朋友见面，在他脸上贴一次广告，你要先撕下来才能跟他说话，因此微信一直没有开屏广告。”这是腾讯对产品的坚持。

- ◆ 广告售价严格区分投放地区，不同地区价格不等，广告投放系统接受以结果为导向的智能出价。

表13：微信主要广告位售价

广告位	收费标准	价格（元/每千次曝光）			门槛
		核心城市	重点城市	其他城市	
朋友圈信息流	CPM 排期（图文）	150	100	50	单次 5 万起
	CPM 排期（视频）	180	120	60	
	CPM 竞价（图文/视频）	100~600	60~400	30~400	单日 1000 起
公众号文章	CPM 排期（底部广告，非视频）	35	30	25	单次 1000 起
	CPM 排期（底部广告，视频）	40	35	30	
	CPM 排期（视频贴片广告）	25	20	15	
	CPM 排期（中部广告）	25	20	15	单日 50 起
	CPM 竞价（底部广告）	20~200			
	CPM 竞价（视频贴片广告）	10~200			
	CPC 竞价（底部广告/中部广告）	最低出价 0.5 元			
	按文章定价（互选广告）		由广告商与流量主自行约定		
小程序	CPM 排期（banner 广告）	25	20	15	单次 1000 起
	CPM 排期（插屏广告）	35	30	25	
	CPM 竞价（激励式广告）	50~200	40~200	30~200	单日 1000 起
	CPM 竞价（插屏广告）	10~200			单日 200 起
	CPC 竞价（banner 广告）	最低出价 0.5 元			单日 50 起

资料来源：腾讯广告，申港证券研究所

表14：头条、抖音、微博广告售价

平台	广告位	广告形式	计费方式	费用标准		
今日头条	头条开屏	静态 3s（不可点击）	CPT（元/天/轮）	128 万		
		静态 3s（可点击）		160 万		
		动态 4s（不可点击）		160 万		
		动态 4s（可点击）		192 万		
		视频开屏 5s（可点击）		192 万		
	固定位信息流广告	小图	CPT（元/天/轮）	660 万		
		大图/组图		880 万		
		视频		880 万		
		非固定位信息流广告		图文/视频	CPM（元/每千次曝光）	10
					CPC（元/次点击）	0.2-0.3
CPA（元/单）	80-200					

文章详情页广告	图文	CPM/CPC 竞价	2000~2 万
	大图/组图		
开屏	静态	CPM (元/每千次曝光)	200
	动态		240
	静态	固定费用 (元/天/轮)	280 万
	动态		336 万
信息流	原生广告/单页广告	CPM (元/每千次曝光)	20-30
		CPC (元/次点击)	0.8-1
		CPA (元/单)	80-200
开屏广告	开机报头	CPT	几十万到几百万不等
	热搜榜单		热搜前 3 名约 50000 元、前 10 名约 45000 元、前 30 名约 35000 元，具体价格视产品、品牌而定
	信息流广告	超级粉丝通	CPM (元/每千次曝光)
	品牌速递	CPM (元/每千次曝光)	5

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

4.3.1 微信朋友圈的广告空间

DAU 方面：微信的优势国内暂时无可敌。2019H1，微信的 DAU 是抖音的 2.2 倍，是微博的 4.5 倍，是哔哩哔哩的 25 倍。

加载率方面：腾讯一直严格控制微信朋友圈的广告加载率以保证用户体验。根据我们的调研，估算微信朋友圈的广告加载率最低，仅 1%，微博和抖音都在 10%，哔哩哔哩在 7%。估算 2019 年微信朋友圈广告收入 370 亿，占腾讯社交收入的 70%，是抖音信息流广告收入的一半。2015 年 1 月 21 日，朋友圈广告初次上线；2018 年 3 月，朋友圈广告第 2 条全量开放；2019 年 5 月，朋友圈第 3 条广告全量开放，但并不是每个人每天都可以看到 3 条广告；2019 年末，朋友圈第 4 条广告位开始局部测试。一年内连续测试 2 条广告位，可以看出腾讯确实加快了广告位的开放速度，部分用户已经一天可以看到 4 条由朋友圈官方推出的商家广告。

单价方面：由于限制加载率，朋友圈广告费用比竞争对手更贵。比如信息流广告的 CPM (按曝光量收费)，朋友圈是 50-180 元/千次曝光，抖音是 20-30 元，头条是 10 元，微博是 5 元；CPC (按点击量收费) 来看，微信朋友圈是 0.5 元/次点击起，抖音是 0.8-1 元，头条是 0.2-0.3 元。从 CPM 和 CPC 的对比来看，侧面反映腾讯对的曝光点击率较高，因此在 CPM 收费高于同行的情况下，CPC 反而低于同行。

表15：主流社交平台信息流广告指标比较

	微信朋友圈	抖音	微博	哔哩哔哩
2019H1 DAU (亿人)	7.50	3.34	1.67	0.30
2019H1 MAU (亿人)	9.5	5.02	3.46	0.82
DAU/MAU 粘性	79%	67%	48%	36%
月均使用天数 (天/人)	23.7	20.0	14.5	10.9
日均使用时长 (分钟/人)	74.6	61.5	38.7	90.2
估算加载率	1%	10%	10%	7%

	微信朋友圈	抖音	微博	哔哩哔哩
估算人均每日看到广告数量	2	20-30	-	-
CPM	67	25	-	-
估算 2019 信息流广告收入	370	762	-	-

资料来源: Analysys, 草根调研, 申港证券研究所。注: 朋友圈 CPM 按照各地区常住人口分布进行加权。

收入增速预测: 2019 年人均每日看到广告的数量平均在 2 条, 如果这个指标随着第 4 条广告位的开放升级到 3 条, 那么腾讯的朋友圈广告收入将增加 50%, 一年业绩增量约 185-200 亿, 这部分将使社交广告业务增加 35%-38%。

广告长期空间: 和其他主流社交平台相比, 朋友圈广告加载率还有 10 倍以上的空间。Facebook 从 2017 年开始广告加载率触达瓶颈, 之前广告加载率大约在 15%-20%, CFO David Wehner 表示, 2017H1 开始广告加载率对收入的提升作用将会不那么重要了, 长期增长靠提高收费单价。

4.3.2 小程序广告处于加速发展期

2017 年初小程序功能发布, 2018 年小程序开始开放小程序广告, 2019 年 7 大超级平台开通小程序功能, 分别是: 支付宝、360、抖音、百度、快应用、头条、QQ, 至此, 互联网流量巨头基本入局小程序完毕。

去中心化+基于社交关系的裂变是微信小程序最重要的特征。

去中心化体现在用户掌握主动选择权。微信小程序有不同的公司提供非常多不同的服务, 但微信作为一个提供服务的平台, 并不给这些服务提供一个特别中心化的流量分发, 而是让更有价值的服务自己浮现出来被用户找到。微信小程序入驻成本较低, 除原始开发成本外, 年服务费一般在 2000 元以内, 此外无其他成本。当然, 流量大的公司可以选择成为流量主接受广告订单, 为广告主引流, 此时微信作为广告分发平台才会收取一定分成。因此, 小程序主要变现方式还是广告等增值服务。

社交裂变体现在获客上,根据阿拉丁指数, 2019 年微信小程序 33.8% 的活跃用户来自朋友分享。分享的 TOP 5 细分行业是工具、游戏、视频、旅游和网络购物。

表16: 小程序平台对比

小程序平台	导流方式	特色服务	流量分发方式	Top 1 数量 细分行业	Top 2 数量 细分行业	Top 3 数量 细分行业
微信小程序、 QQ 小程序	社交裂变 线下扫码入口 打通生态	强社交关系	去中心化	游戏	工具	电商
支付宝小程序	线下扫码入口 打通生态	生活服务	中心化	生活服务	金融	电商
百度小程序	线下扫码入口 接入多 APP 平台	智能搜索推荐	中心化	新闻	工具	教育
快应用	开源	手机预装	中心化	-	-	-

小程序平台	导流方式	特色服务	流量分发方式	Top 1 数量 细分行业	Top 2 数量 细分行业	Top 3 数量 细分行业
接入多 APP 平台						
头条小程序、 抖音小程序	内容推荐赋能	娱乐性服务	中心化	-	-	-
360 小程序	PC 端小程序	工具化	中心化	工具	办公	电商

资料来源: Questmobile, 支付宝小程序, 360 智慧商业, 公开资料整理, 申港证券研究所

图77: 2019 年 33.8%的活跃用户来自社交分享与裂变



资料来源: 阿拉丁指数, 申港证券研究所

收入增速预测: 小程序的广告收入增速有望继续翻倍。小程序的爆发越来越使微信成为超级 APP Store。2019 年小程序数量突破 300 万, DAU 突破 3.3 亿, 人均使用小程序 60+ (对比 2019Q2 人均安装 APP 56 个), 人均日使用次数、单日使用时长分别增加 28.9%、80%。估算 2019 年广告收入为 46 亿, YOY 89%, 占社交广告的 9%。

2020 年小程序首要目标是帮助商家打造商业闭环, 将从小程序的获客、留存和变现三方面入手:

- ◆ **获客方面:** 2020 将重点在小程序搜索发力, 强化小程序页面内容展示、品牌搜索服务, 通过“本地搜”能力进一步缩短小程序搜索结果的曝光路径; 发现方面: 将基于内容、社交关系、地理位置进行进一步强化。
- ◆ **留存方面:** 小程序“订阅消息”能力让开发者可通过一次性及长期性订阅通知消息, 也初步满足了开发者拉回流的需求。对于剩下的强触达需求, 小程序将探索另外一种合理的长期订阅方式来解决。
- ◆ **变现方面:** 微信还将持续输出新的广告能力, 通过封面广告、自定义广告组件继续加码小程序变现能力。

广告长期空间: 综合来看, 微信小程序作为市场内率先完成全面商业化的平台, 将

继续发挥去中心化+社交的优势，估计微信小程序 2019 广告收入在 46 亿。根据阿拉丁指数预测，2019 年微信小程序广告市场在百亿（未拆分流量主和平台分成），2022 有望达到千亿规模，CAGR 超 100%。我们估算，2020 小程序广告收入有望翻倍，达到百亿水平。

表17：小程序 2017-2019 关键指标一览

	2017	2018	2019
小程序数量	58 万+	230 万+	300 万+
DAU	1.7	2.3	3.3
人均使用小程序个数		30+	60+
人均日使用次数		4.5	5.8
单日使用时长	300s+	500s+	900s+
广告投放比例		45%	45%
CPM		30	30
广告规模估算		50	92
小程序广告收入		25	46

资料来源：阿拉丁指数，申港证券研究所

4.3.3 公众号广告及其他

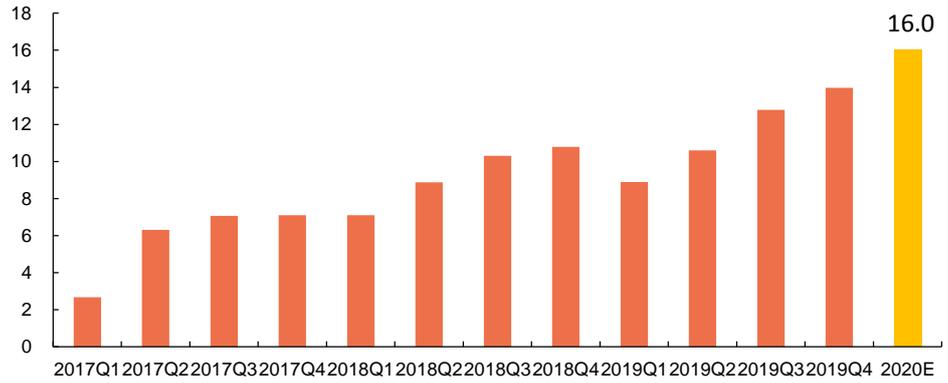
收入增速预测：2019 年微信公开课 PRO 版微信广告分论坛公布，2018 年前三季度微信广告流量主累计分成超过 30 亿，估算全年在 40 亿，按 70% 的分成比例，折算广告规模在 57 亿，对应 2018 年微信公众号的广告收入为 17 亿。

根据微小宝数据和西瓜数据，2020 年 2 月广告文章占总文章数的 11.4%，2019 年月均公众号触达人次在 1200 亿，一篇文章平均 1-2 个广告（取中位值 1.5），微信分成比例 30%，估算微信 2019 年公众号广告收入 22 亿，占社交广告收入的 4%，同比增长 30%，预期 2020 年该增速将维持。

综上，我们预计社交广告 2020 年增速在 50%。

社交广告部分的 ARPU 增速将持续，但将与网络广告市场增速同步放缓。2018 年季度 ARPU 均值为 9.3 元/人/季，增速在 60%，2019 年为 11.6 元/人/季，增速 25%。受益于朋友圈开放第 4 条广告位、小程序作为 APP 替代性集合端口的不断扩张以及 2019 年 6 月开始下调平台分成比例对创作者的激励作用，我们预测 2020 年 ARPU 值可以增加 38%，达到 16 元/人/季度。

图78：社交广告 ARPU

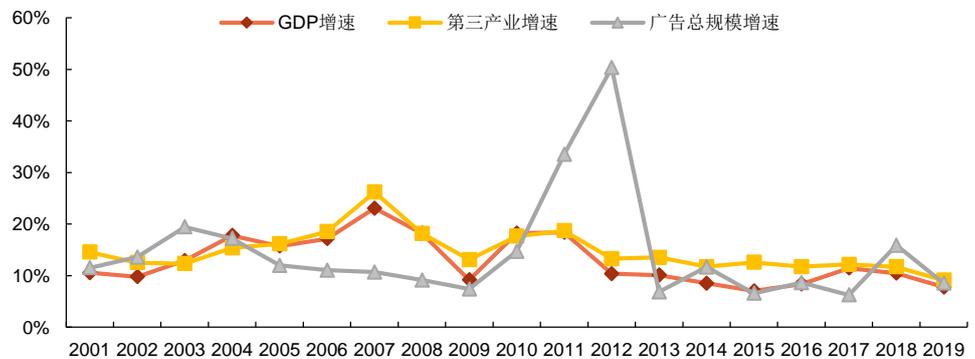


资料来源：公司公告，申港证券研究所

4.4 疫情对广告行业的影响有限，网络广告有望突围

关于疫情对宏观经济以及广告行业的影响，我们认为广告和宏观经济有一定关联性，因此短期广告行业会有波动，但从长期（比如三年 CAGR）的角度，影响不会太大，甚至会出现新兴品类突围。03 年非典期间中国经济处于高速发展期，广告行业主要以国营化为主，受到疫情冲击影响较小。08 年 Q3 金融危机爆发后，GDP 和第三产业均受到重大冲击，但广告业 2010 年基本复苏完成，2011-2012 年反弹式增长，主要是因为网络广告带来的品类增长，而非是宏观经济带来的基本面推动。

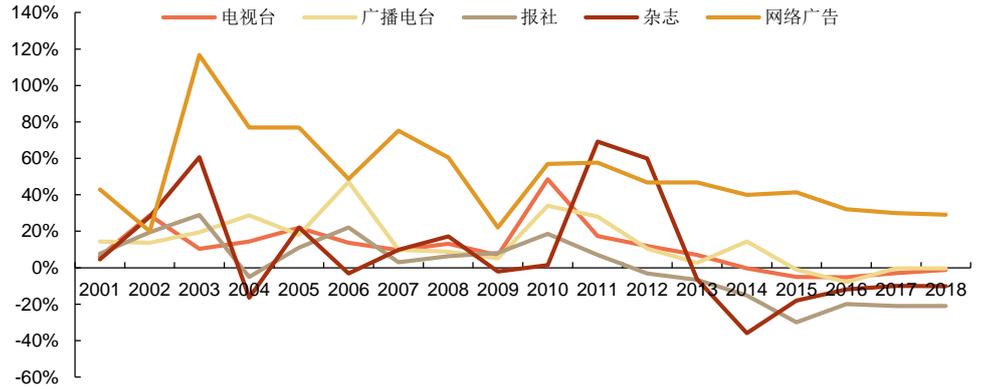
图79：广告增速与宏观经济增速对比



资料来源：Wind，国家工商总局，中国广告年鉴，申港证券研究所

由于依靠互联网传播，网络广告本身具备较强抗风险性，甚至因为其他广告形式萎缩产生逆向增长的特质。中国在非典期间网络广告激增，增速远高于其他四类形式，此情况延续至金融危机前夕；金融危机后的 2009 年 GDP 增速（现价）9.2%，第三产业增速 13.1%，网络广告增速 22%，增速依旧领先其他形式 15pct 以上。

图80：五大主要广告形式规模增速



资料来源: Wind, 国家工商总局, 艾瑞咨询, 申港证券研究所

可以看到, 互联网发展领先全球的美国, 同样在金融危机期间网络广告增速减缓, 2010 年开始反弹。中美大趋势类似, 但中国因互联网起步更晚, 目前增速整体仍远高于美国, 市场空间仍巨大, 抗风险能力更优。金融危机后一年美国出现负增长, 中国仍保持 22% 的增速, 从行业生命周期角度, 不可剔除中国互联网爆发对网络广告增长带来的影响。

图81: 全球移动支付规模 (十亿美元) 及预测 CAGR



资料来源: CSMA, 申港证券研究所

在这次疫情中, 我们认为在线广告本身不存在技术下行或其他形式替代的问题, 萎缩是因为市场需求的短期下降, 包括现金流紧张下的广告预算下降, 且仅限部分行业。游戏、娱乐、智慧出行、电商、外卖、在线教育、在线会议等领域均因疫情而受益, 这些产业的需求增长会部分抵消掉其他产业的需求萎缩。如果需求回暖, 该投的广告还是会回到平台上来, 甚至会出现报复性反弹。

此外，4月7日，百度APP推荐频道、图片频道、视频频道、财经频道、科技频道自4月8日上午9时起因违规被强制暂停更新，开展深入整改，预计广告业务会受到一定冲击，这部分业务收入将有望流向腾讯、阿里、头条等竞争对手。

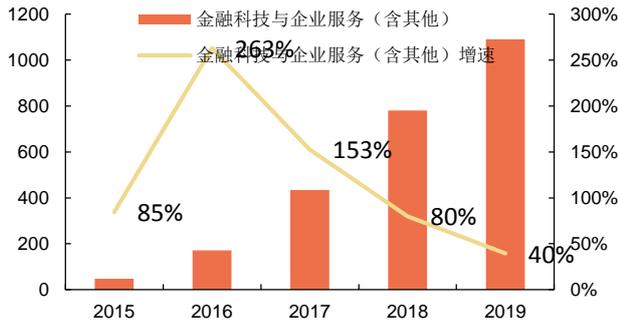
5. 金融科技与企业服务：战略突破与转型

金融科技与企业服务板块承担着腾讯向2B端产业互联网转型的战略任务。

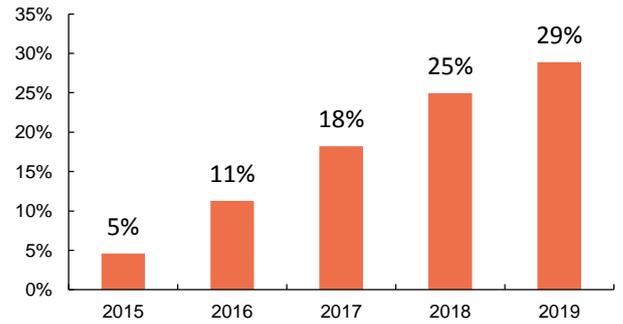
2019年，腾讯金融科技与企业服务及其他收入1089亿，YOY 40%，目前占总收入比重29%，增长主要受金融科技支付交易量及云计算服务推动，这一部分的毛利率也在逐步提高，2016-2019年毛利率分别为16%、22%、24%、27%，对公司毛利的贡献持续增长，2016-2019年分别为3%、8%、13%、17%。2019Q1开始金融科技与企业服务分部单独披露。

图82：金融科技与企业服务（含其他）收入

图83：金融科技与企业服务收入（含其他）占比



资料来源: Wind, 公司公告, 申港证券研究所

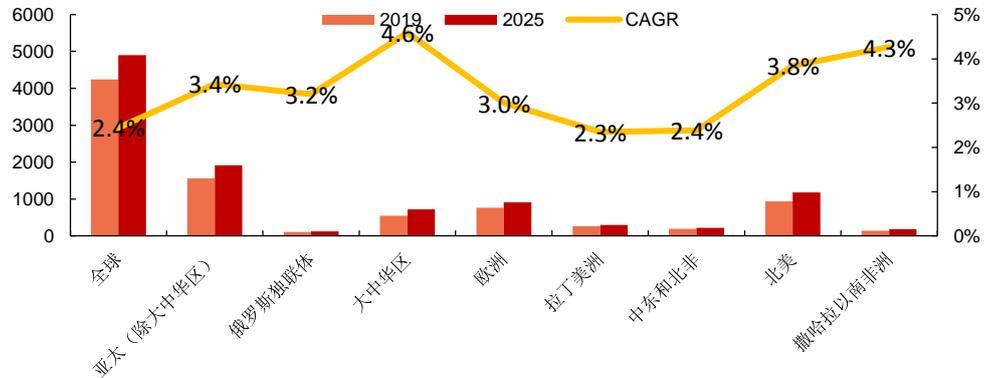


资料来源: Wind, 公司公告, 申港证券研究所

5.1 金融科技

中国移动支付市场规模领先全球。根据 GSMA 统计及预测, 2019 年全球移动支付规模已达 4.24 万亿美元, 到 2025 年, CAGR 预计为 2.4%。2019 年在全球范围内, 亚太地区 (不包含大中华区) 占比较大, 达到 36.79%, 大中华区达到 12.97%。在未来六年, 大中华区增速最快, CAGR 将达到 4.6%, 规模预计将达到 7200 亿美元, 占全球份额 14.69%。

图84: 全球移动支付规模 (十亿美元) 及预测 CAGR



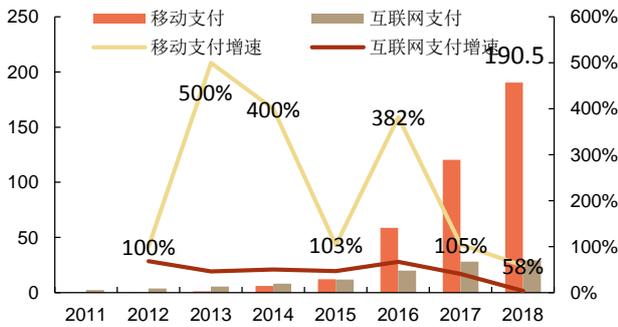
资料来源: CSMA, 申港证券研究所

我国第三方支付交易规模近十年增长迅猛且移动支付逐渐占据主导。从 2011 年, 我国第三方支付交易规模仅为 2.3 万亿元至 2018 年已达到 219.6 万亿元。得益于移动支付的便捷性和移动端支付的优惠费率政策, 用户逐渐从 PC 端迁移到移动端, 移动支付 2015 年首次超过了互联网支付, 目前移动支付规模占比为 87%。2019 Q2 和 2019 Q3, 互联网支付环比增长-4.5%和-3.2%, 而移动支付增速也放缓, 从快速增长过渡到平稳发展阶段, 2018 年移动支付全年增速 58%, 2019 Q1-Q3 在 15% 左右。

移动支付交易规模占比中, 支付宝和微信支付基本二分天下, 格局稳定难以有新方

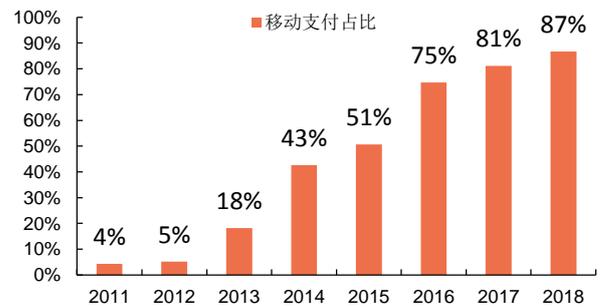
式破局。2018 年支付宝规模占比 54.3%，微信支付占比 39.2%，2019Q3 支付宝占比 54.5%，微信支付占比 39.5%，基本无变化。互联网支付交易规模分布较为分散，2018 年支付宝、银联商务、微信支付三家巨头占比 63%，2019Q3 占比 68%，有进一步占领剩余市场份额的趋势。

图85：2011-2018 中国第三方支付交易规模



资料来源：艾瑞咨询，申港证券研究所

图86：2011-2018 移动支付占比



资料来源：艾瑞咨询，申港证券研究所

表18：2019Q1-Q3 移动支付及互联网支付规模

	2019Q1	2019Q2	2019Q3
移动支付	55.4	55	56
环比增长率		-0.7%	1.8%
其中：支付宝占比	53.8%	54.2%	54.5%
微信支付占比	39.9%	39.5%	39.5%
其他	6.3%	6.3%	6%
互联网支付	6.6	6.3	6.1
其中：支付宝占比	32.6%	34.4%	35.7%
银联商务占比	15.8%	18.6%	19.0%
微信支付占比	13.3%	13.1%	13.7%
其他	38.3%	33.9%	31.9%
环比增长率		-4.5%	-3.2%

资料来源：艾瑞咨询，申港证券研究所

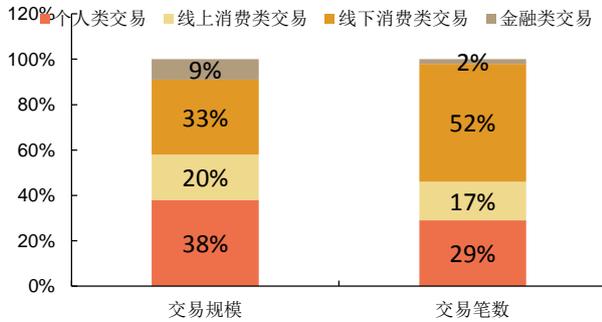
5.1.1 2C 端 Freemium 模式：高频业务免费+低频业务付费

由于微信的社交属性、个人交易+线下消费的常用场景以及低线城市的高渗透率，财付通更偏向高频小额交易的特点。

社交功能使微信支付在红包、转账、手机充值领域凸显优势。2019Q3 Ipsos 数据显示，微信主要的优势阵营是个人交易和线下消费，交易金额占比均为 48%，对比支付宝分别是 39%和 41%。线下消费是小额交易的代表，52%的交易笔数占据 33%的交易规模。支付宝在线上消费类交易和金融类交易较财付通更有优势，尤其是金融类交易，源于其在支付领域和电商及 O2O 模式的优势，且开展金融业务较早。

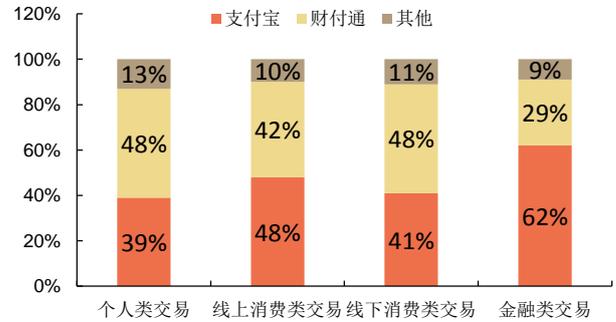
2019年4月财付通和支付宝的用户渗透率分别为92.4%和72.1%，差距主要因为在三线低级别城市的低渗透水平（仅59.0%，而财付通高达93.6%）。

图87：2019Q3 四大场景交易金额和交易笔数分布



资料来源：Ipsos, 申港证券研究所

图88：2019Q3 移动支付场景分布



资料来源：Ipsos, 申港证券研究所

表19：四大场景示例

个人类交易	线上消费类交易	线下消费类交易	金融类交易
红包	网购	线下商超零售	保险购买
转账	游戏充值	线下餐饮	基金申购
手机充值	线上休闲娱乐预定	团购/外卖	小额网贷/现金贷
生活缴费	线上航旅娱乐预定	票务/娱乐场所消费	
信用卡还款		日常租车	
		日常共享出行	
		日常公共交通出行	
		景点门票/景区内消费	
		个人健康/护理	
		境外出差/旅游/购物	

资料来源：公开资料整理, 申港证券研究所

这四大场景，产生手续费用的主要是个人类交易中的转账、信用卡还款以及金融类交易。

个人交易层面：

- ◆ 线下消费是财付通最大的优势模块，但基本免费使用。
- ◆ 支付宝和财付通在其他个人交易的费率基本相同，支付宝优惠力度更高。支付宝转账免费，提现免费额度为2万元；微信支付的转账也免费但仅限好友转账，资金流通于零钱账户，体现免费额度仅1000元。信用卡还款方面，支付宝免费额度为每人每月2000元，而财付通信用卡还款无免费额度（除非坚持参与定投计划买入理财，每月500元以上）。由于早期服务于电商，支付宝比财付通多了PC渠道支付。

金融类交易层面：

- ◆ **微信理财与支付宝理财支付渠道的差距正在消失。**支付宝购买理财资金一直全部支持余额宝支付，微信 2020 年开始理财产品才陆续支持零钱通支付。早前购买理财通产品时只支持用银行卡不支持零钱、零钱通和信用卡，接受到的转账全部进入零钱，购买理财时必须先将零钱中的资金提现到银行卡并支付手续费，即对购买理财变向收取手续费。2020 年开始部分产品陆续支持零钱通支付，扩大了理财资金的支付渠道，对财付通本身是一种利好。
- ◆ 无论是财付通还是支付宝，用户在买入部分理财产品如公募基金时可享受买入费率一折优惠，甚至 0 手续费。

表20：财付通收费模块及标准

操作	收费标准 (人民币计算)
转账	只能转账给微信好友，支付方式包括零钱、零钱通、银行卡， 转出资金进入对方零钱 ，无手续费
提现	零钱 ：同一身份证有终身累计 1000 元免费提现额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。 零钱通 ：仅限银行卡转入的资金，无手续费。零钱转入的金额不可提现到银行卡。
信用卡还款	费率均为 0.1%，最低 0.1 元。或者参与定投理财，每月定投 500 元以上，可享受免费还款服务。

资料来源：财付通，申港证券研究所

表21：支付宝收费模块及标准

账户	操作	对象	发起端	收费标准 (人民币计算)
余额宝	转账	到支付宝账户	电脑端	费率均为 0.1%，最低 0.5 元，10 元封顶。
			App	免费
		到银行	电脑端 App	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享 2 万元免费额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。
	提现	到银行	电脑端 App	同一身份证下的所有支付宝实名账户终身共享 2 万元免费额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。
	信用卡还款	-	电脑端	费率均为 0.1%，最低 0.1 元。
App			支付宝实名个人用户每人每月有 2000 元免费还款额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。	
余额宝	提现转账	到银行卡	银行卡转入的	免费
			支付宝余额转入的	不可直接转出至银行卡，必须转出至余额后转至银行卡。
	信用卡还款	-	电脑端	费率均为 0.1%，最低 0.1 元。
			App	支付宝实名个人用户每人每月有 2000 元免费还款额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元。

资料来源：申港证券研究所

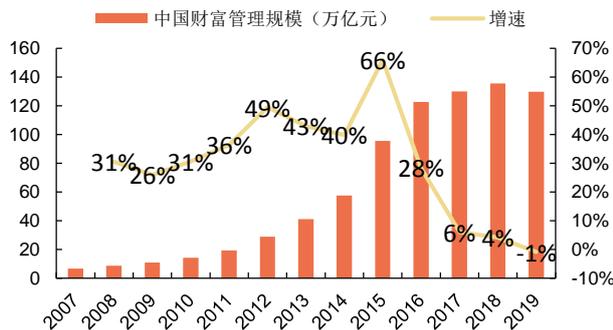
5.1.2 财付通具备财富管理市场领军优势

中国财富管理规模增速放缓，公募基金增速亮眼。2019 年财富管理规模为 129.7 万亿，同比下降 0.9%，主要受互联网金融强监管态势影响造成 P2P 大幅下滑及货币基金规模的缩水。其中公募基金规模同比增长 6.5% 到 13.5 万亿，由于购买容易+回报高于定期理财，成为所有渠道中增速最快的财富管理方式。银行理财规模保持在 32 万亿几乎无增长，是目前占比最高的财富管理方式。

同时，互联网理财用户使用率还有较大提升空间。截至 2019 年 6 月，我国互联网理财用户规模 1.7 亿，同比几乎无增长，占网民整体人数的 19.9%，而网络支付人数同比增长 11.3%。

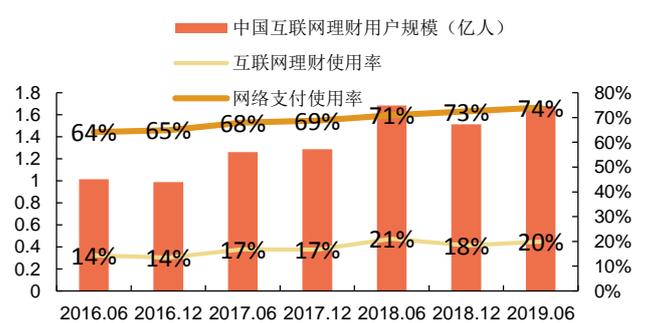
理财风向从暴热遇冷转理性。从人均可支配收入角度看，用当年财富管理规模/(人均可支配收入*总人口) 计算理财热度指数，可以看出在互金政策的强制清退下，2017-2019 年理财逐渐趋于理性，利好行业出清风险，鼓励投资者选择支付宝或理财通等品牌值得信任、稳健、安全的互联网理财平台，摒弃仅以高收益为主要判断标准的投资理念，同时进一步优化资产配置结构。

图89：中国财富管理规模及增速



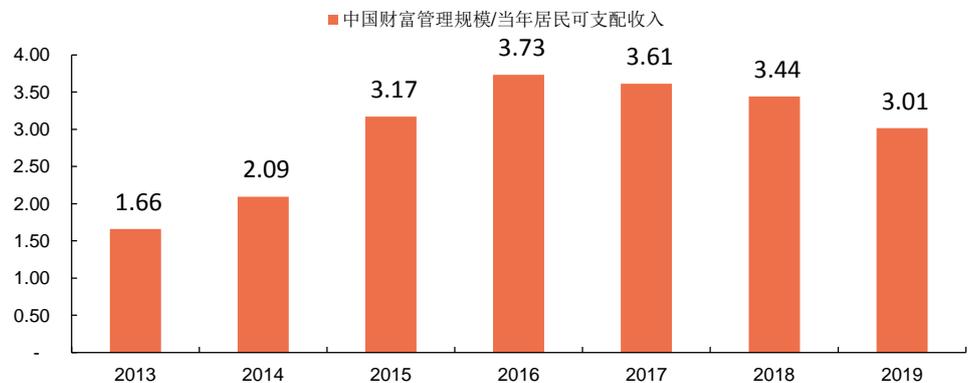
资料来源：腾讯《互联网理财行为与安全研究报告》，申港证券研究所

图90：中国互联网理财用户规模及使用率



资料来源：艾瑞咨询，申港证券研究所

图91：理财热度指数



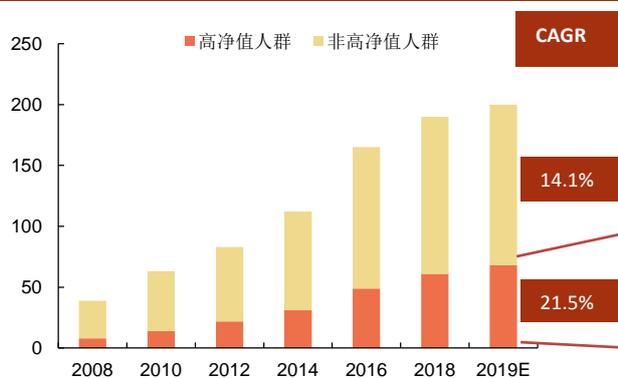
资料来源：腾讯《互联网理财行为与安全研究报告》，Wind，申港证券研究所

在观察社会财富累计和迁移过程中，我们发现：

中国贫富差距仍在扩大，富人财富增长的速度远超平均水平。2008-2019E，高净值人群个人持有的可投资资产 CAGR (21.5%) 高于非高净值人群 CAGR(14.1%)7.4pct，社会总体 CAGR 为 16%。

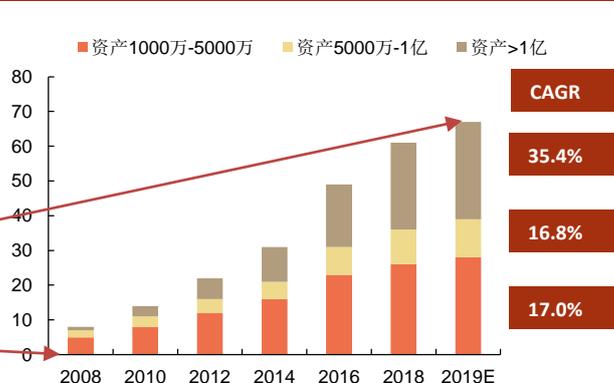
资产大于 1 亿的高净值人群对可投资资产增长贡献最大。2008-2019E，高净值人群中，资产>1 亿的人群可投资资产 CAGR 高于资产 1 亿以下人群 CAGR18.4-18.6pct，2018 年资产规模增长的 12 万亿中，3 万亿 (25%) 来自新富人群，9 万亿 (75%) 来自富人变得更富。

图92：中国个人持有的可投资资产总体规模(万亿元)



资料来源：贝恩，申港证券研究所

图93：高净值人群个人持有可投资资产规模分布



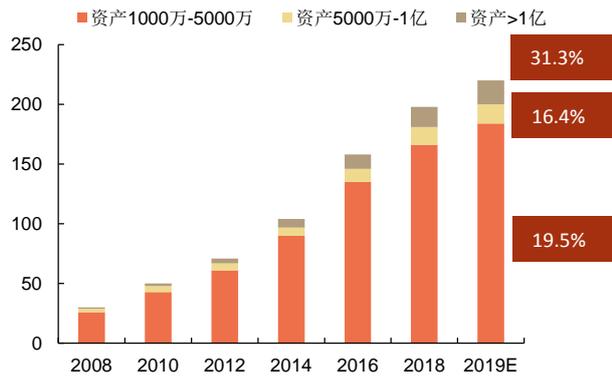
资料来源：贝恩，申港证券研究所

新富人群（指首次成为高净值人群）仍是高净值人群成长的主力。假设不考虑有钱人变穷，新富人群增长的数量远大于高净值人群三个梯度间的迁移，2018年为例，5万人从资产5000万-1亿增长为资产大于1亿，9万人从1000万-5000万，40万人从非高净值人群晋升为高净值人群。

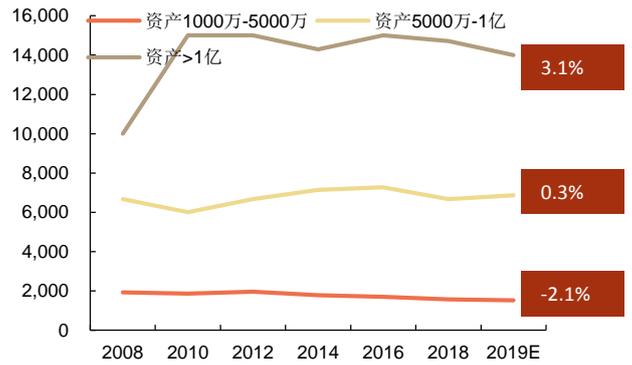
但如果考虑复合增长，高净值人群中，最富有的一群人无论是人数还是人均持有资产均增长更快，甚至可以在08年金融危机之后完成社会财富重新分配。从人数角度，2008-2019E各人群人数CAGR排序：资产>1亿人群(31.3%)>资产1000-5000万(19.5%)>资产5000-1亿(16.4%)。从人均可投资资产规模角度，2008-2019E各人群资产规模CAGR排序：资产>1亿人群(3.1%)>资产5000-1亿(0.3%)>资产1000-5000万(-2.1%)。

图94：高净值人群人数分布

图95：高净值人群人均个人持有可投资资产规模（万元）



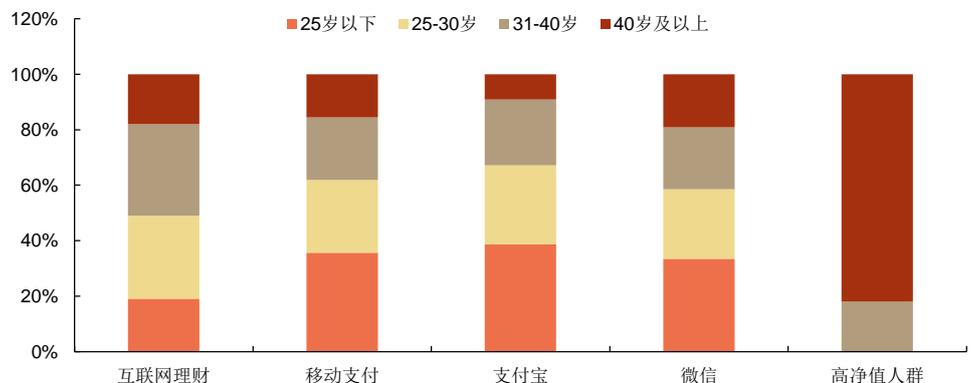
资料来源: 贝恩, 申港证券研究所



资料来源: 贝恩, 申港证券研究所

微信更有老龄用户基础, 更大概率可为高净值人群提供理财服务。从微信的用户年龄分布看, 微信比支付宝更吸引 40 岁以上老龄群体, 而 40 岁以上人群是高净值人群的主力, 这部分人群人均财富值更高, 因此更大概率贡献大规模资金, 有望成为理财通的优势阵营。

图96: 各类群体年龄分布对比



资料来源: 艾媒咨询, CBNDdata, 蚂蚁财富, 理财通, 贝恩, 申港证券研究所

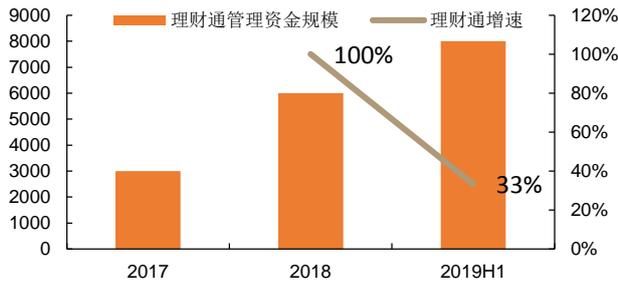
从对接理财产品的品类来看, 支付宝和财付通基本都对接了定期、活期、基金、保险等, 差异不大。不同的是支付宝某些品类更加全面:

- ◆ 余额宝七日年化 (2.0090%) 低于理财通 (2.3290%)。
- ◆ 两家对接的保险产品形式不同: 财付通对接的则是净值型养老保障管理产品, 以活期或者定期的方式投资, 收益率和风险率均高于货币基金。支付宝除净值型养老保障管理产品外, 还对接医疗险、重疾险、养老险等传统保险产品。
- ◆ 财付通对接的基金公司更少: 2019 年收益率前 50 的基金公司中, 理财通对接的有 37 家, 占比 74%, 支付宝覆盖面更广, 占比 100%。规模前 150 的基金公司中, 支付宝代销 145 家, 占比 97%, 理财通代销 66 家, 占比 44%。

◆ 支付宝还有黄金投资品类。

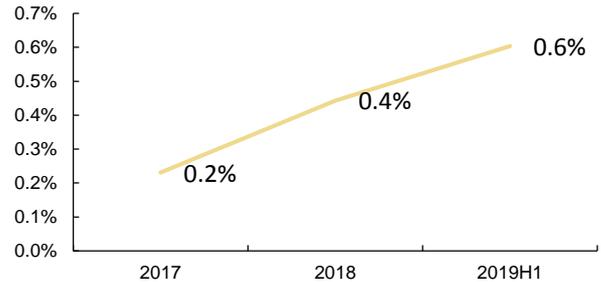
2019H1 理财通管理资金规模超 8000 亿元，较 2018 年末增长 33%，占中国财富管理规模的 0.6%(前值 0.4%)，结合 BCG 对中国 2019-2023 年财富管理的 CAGR 预期为 10.6%、零钱通购买理财产品的渠道打通以及理财产品渠道的进一步拓展，我们认为理财通财富管理规模 2020 有望增加 30%-40%。

图97：理财通资金管理规模（亿元）及增速



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图98：理财通资金管理规模占财富管理总规模比重



资料来源：腾讯《互联网理财行为与安全研究报告》，公司公告，申港证券研究所

个人小贷业务方面，2019 年微信开通了类似蚂蚁花呗的信用服务微信支付分，然而用户若想卡通此项服务，需要先通过消费如使用共享充电宝，共享雨伞，酒店，网约车等服务，以享受免押租借，先享后付等便利，比支付宝的蚂蚁花呗功能麻烦许多。

5.1.3 2B 业务：服务费规模将持续提高

2B 业务主要是提供商户接入技术并收取服务费，支付宝和腾讯费率趋平，大部分行业为 0.6%-1%，且都在网络游戏行业收取较高 1%的服务费，结算期大多数都为 T+1。受益于线下消费、小程序 GMV 的增加，商户接入与服务费将持续提高。

表22：腾讯对商户收费标准

分类	接入费	费率	备注
公众号支付	300 元/年	0%-1%	大部分行业费率 0.6%，结算周期为 T+1；
APP 支付	300 元/年	0%-1%	部分交通运输，居民生活，商业服务，教育
WAP 支付	300 元/年	0%-1%	医疗，生活缴费，金融二级行业低率低于
小程序支付	300 元/年	0%-1%	0.6%，结算周期为 T+7；
企业支付	免费	免费	网络媒体，计算机服务，游戏费率为 1%，结算周期为 T+7

资料来源：腾讯客服，申港证券研究所

表23：支付宝对商户收费标准

分类	产品	标准费率
----	----	------

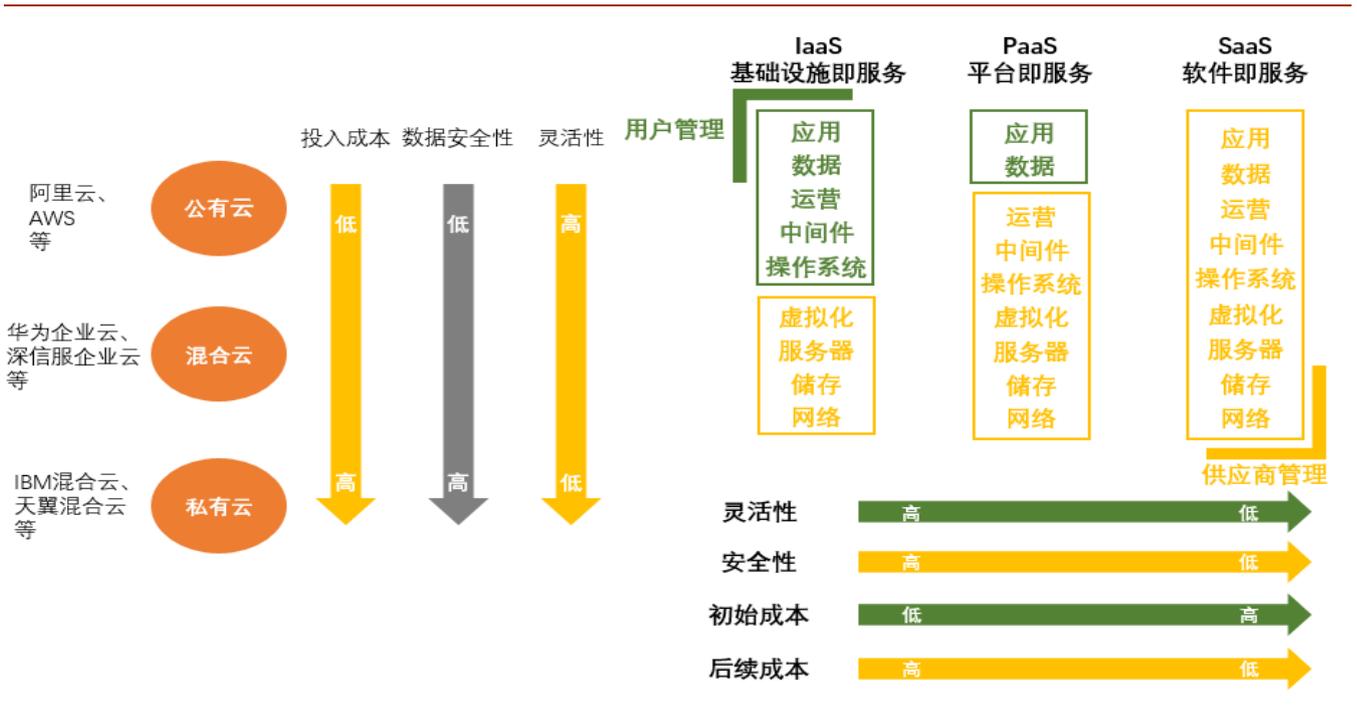
基础支付	电脑网站支付	0.6%	特殊行业只支持手机网站支付和 APP 支付, 包括: 休闲游戏; 网络游戏点卡、游戏渠道代理; 游戏系统商; 网游周边服务、交易平台; 网游运营商 (含网页游戏)
	手机网站支付	0.6%-1%	
	APP 支付	0.6%-1%	
	当面付	0.6%	
	收钱码	免费	
	借记渠道	0.8%	结算周期为 T+1
	贷记渠道	0.8%	
企业付款 (B2B/B2C)	到支付宝	免费	
	支付宝批量付款	0.5%	最低 1 元, 最高 25 元
营销产品	集分宝	10%	

资料来源: 蚂蚁金服, 申港证券研究所

5.2 云计算: 中国进入快速发展期, 工业互联网时代已来

云计算本质上是一种计算存储资源共享服务, 能在保证实时、安全的前提下, 通过弹性采购的方式最大程度减少计算存储资源的浪费。

图99: 不同类型云计算比较

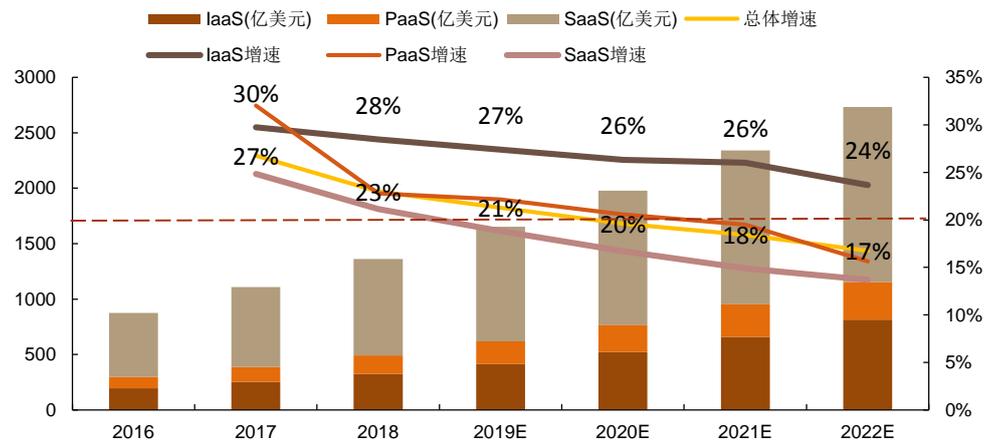


资料来源: 公开资料整理, 申港证券研究所

5.2.1 国内云计算市场增速领先全球 IaaS 仍是增长最快的细分领域

全球公有云市场增速进入 20% 以下的时代, IaaS 仍是增长最快的细分领域。2018 年全球公有云市场规模达到 1363 亿美元, 2019E 为 1653 亿美元, 2016 -2019E CAGR 为 24%, 预计 2022 年规模将达到 2733 亿美元, 未来三年行业 CAGR 为 18%, 其中 IaaS 细分领域增长最快, 未来三年 CAGR 预计为 25%。

图100: 全球公有云市场规模及增速

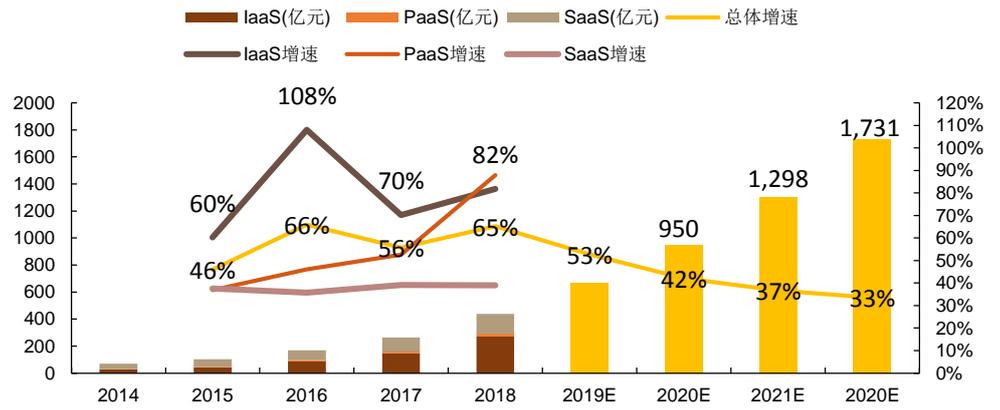


资料来源: Gartner, 申港证券研究所

我国公有云市场未来三年预计保持 30-40% 的增长, 增速高于全球 10-20pct, 政策刺激效应明显:

- ◆ 根据中国信通院发布的《2019年云计算白皮书》, 2018年我国云计算整体市场规模达 963 亿元, 增速 39.2%, 高于全球增速水平约 10pct;
- ◆ 受工信部 2018 年 8 月出台《推动企业上云实施指南(2018-2020 年)》对企业上云刺激, 国内公有云服务规模暴涨, 增速出现反弹。2018 年公有云市场规模达到 437 亿元, 同比增长 65%(前值 56%), 预计到 2022 年市场规模将达到 1731 亿元, CAGR 为 41%。
- ◆ 和全球发展趋势趋同, IaaS 也是国内云计算增长最快的细分领域, 2016-2018 年预期市场规模增速分别为 108%、70%、82%, 受政策刺激回升明显。

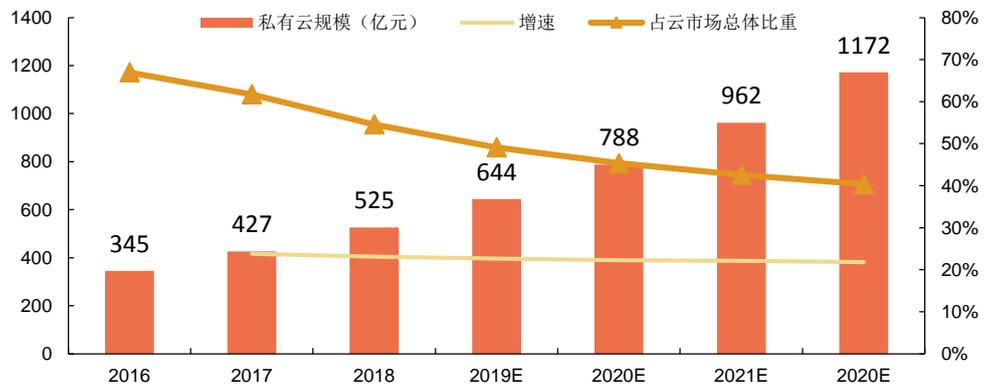
图101: 我国公有云市场规模及增速



资料来源: 信通院, 申港证券研究所

在相当长的时间内，私有云仍有它存在的理由。出于数据安全和绝对控制性考虑，尽管公有云成本更低，但是政府部门、超级企业（如金融、保险行业）为了兼顾行业、客户私隐，仍会拒绝将重要数据存放到公共网络上，故倾向于内部架设私有云端网络。目前国内2018年，私有云市场规模达525亿元，同比增长23.1%，预计到2022年市场规模将达到1172亿元，CAGR为22%，目前国内私有云市场占比在50%以上，全球水平是40%以下，随着越来越多的企业接受公有云，预计2022年能降到40%以下的全球水平。

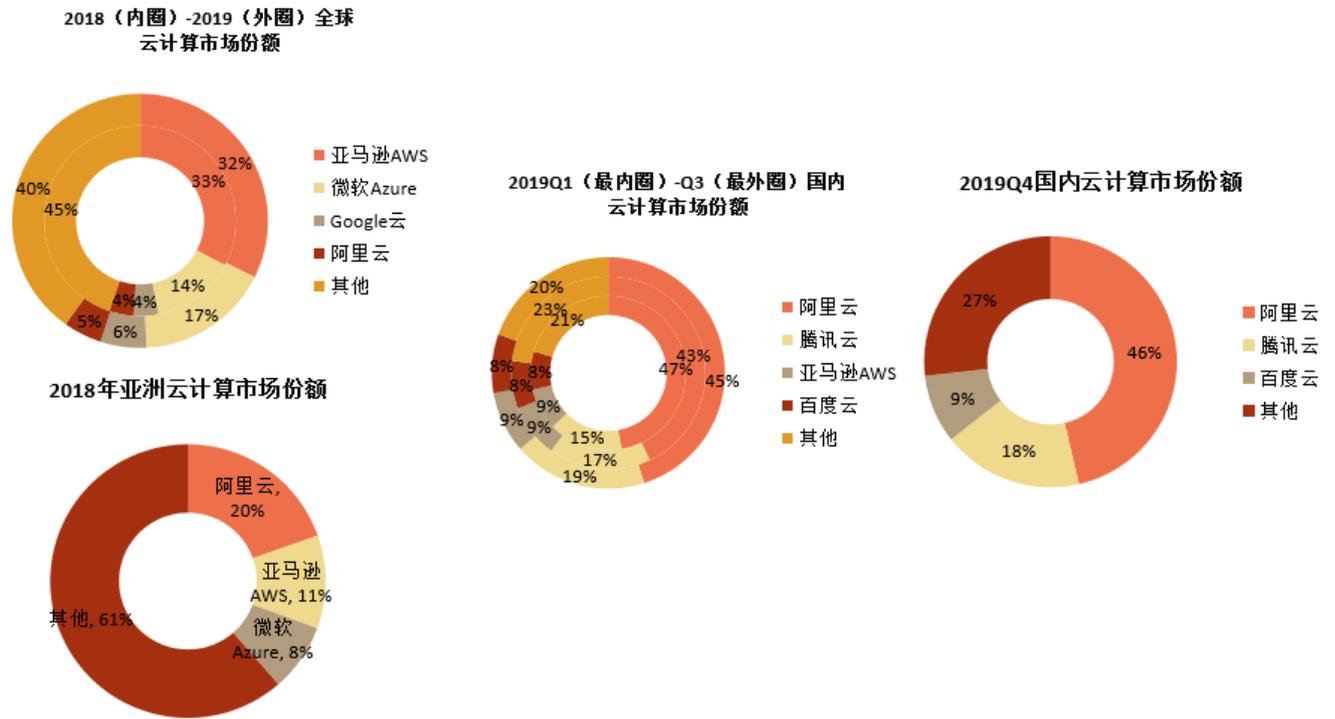
图102: 我国私有云市场规模及增速



资料来源: 申港证券研究所

全球云计算市场份额集中度进一步提高，国内格局较为稳定，腾讯云市场份额提升明显。2019年全球云市场TOP3亚马逊AWS、微软Azure、谷歌云市场份额为55%，对比2018年的51%进一步提升，阿里云的市场份额也从4%提升到5%。亚洲市场而言，阿里云、亚马逊AWS、微软Azure分列前三，占据39%的市场份额。国内市场基本较稳定，2019年前三季度BAT+亚马逊AWS占据市场80%左右的份额，2019Q4亚马逊AWS跌出国内市场TOP3。尽管比阿里云要晚3-4年推出服务，腾讯云增速依旧明显，市场份额从2018年的10%左右提升到2019Q4的18%。

图103: 全球、亚洲、国内云计算市场分布情况



资料来源: Gartner, Canalys, 申港证券研究所

对比国际和国内头部云计算厂商的收入增速, 确实国内厂商增速更快, 主要还是因为国内云计算起步更晚及企业上云的政策刺激。2019年腾讯云的增速为87%, 高于阿里云(64%)和金山云(74%)。

表24: 国际、国内前三大厂商云计算收入及增速

	2017	2018	2019	YOY:2018	YOY:2019
AWS (亿美元)	175	257	350	47%	36%
微软 Azure (亿美元)	74	110	181	49%	65%
谷歌 (亿美元)	41	58	89	44%	53%
阿里云 (亿元)	112	216	355	93%	64%
腾讯云(亿元)	40	91	170	128%	87%
金山云(亿元)	13	22	39	66%	74%

资料来源: Wind, Canalys, 申港证券研究所

5.2.2 政策端发力企业上云和工业互联网

2012年以来, 国家对云计算产业的政策陆续出台, 前期政策主要重点在于全面普及+培育有国际竞争力的骨干企业。2015年开始陆续提出工业互联网概念, 2017年国务院关于《深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》提出, 到2025年, 重点工业行业实现网络化制造。2018年8月, 工信部印发了《推动企业上云实施指南(2018-2020年)》, 提出到2020年, 目标云计算应用广泛普及, 全国新增上云企业100万家。2019年工信部密集出台了针对工业互联网的多项落

地性政策，工业互联网加速发展再次成为焦点，这也是腾讯目前的核心战略方向。

表25：云计算重点政策梳理（标黄为工业互联网相关政策）

时间	政策名称	部门	内容
2012年9月	《中国云科技发展十事五专项规划》	国务院	详细规划了十二五期间云计算的发展目标、任务和保障措施
2015年1月	《国家关于促进云计算创新发展培育信息企业新业态的意见》	国务院	到2020年，云计算应用基本普及，云计算服务能力达到国际先进水平，掌握云计算关键技术，形成若干具有较强国际竞争力的云计算骨干企业。
2015年7月	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	国务院	提出要实施云计算工程，大力提升公共云服务能力，引导行业信息化应用向云计算平台迁移，加快内容分发网络建设，优化数据中心布局。
2015年8月	《促进大数据发展行动纲要》	国务院	充分利用现有政府和社会数据中心资源，运用云计算技术与各行业的深度融合，构建数据中心体系；促进云计算在制造业全产业链集成运用，推动制造模式变革和工业转型升级。
2015年11月	《云计算综合标准化体系建设指南》	工信部	《指南》提出了由“云基础”、“云资源”、“云服务”和“云安全”4个部分组成的云计算综合标准化体系框架。
2016年3月	《第十二届全国人大四次会议审议的政府工作报告》	第十二届全国人大四次会议	指出在“十三五”期间要促进大数据、云计算、物联网广泛应用。
2016年7月	《国家信息化发展战略纲要》	中共中央办公厅、国务院办公厅	明确云计算作为国家信息化发展战略中的核心地位。
2016年7月	《“十三五”国际科技创新规划》	科技部	进一步强调要构建完备的云计算生态和技术体系，支撑云计算成为新一代ICT（信息通信技术）的基础设施。
2016年10月	《关于发布2016年工业专业转型升级(中国制造2025)重点项目指南的通知》	工信部	重点支持制造业重点领域创新能力建设，“制造业+互联网”公共平台建设，工业互联网技术架构构建和验证、监控能力建设，以及全领域生产管理和质量管控体系标准化建设。
2017年4月	《云计算发展三年行动计划(2017-2019)》	工信部	引导软件企业开发各类SAAS应用，积极培育新业态新模式，加快面向云计算的转型升级。到2019年，我国实现云计算产业规模4300亿元。
2017年11月	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	国务院	到2025年，重点工业行业实现网络化制造，工业互联网平台体系基本完善，形成3-5个具有国际竞争力的工业互联网平台
2018年7月	《推动企业上云实施指南(2018-2020年)》	工信部	提出到2020年行业企业上云意识和积极性明显提高，上云比例和应用深度显著提升，云计算在企业生产、经营、管理中的应用广泛普及，全国新增上云企业100万家
2019年1月	《工业互联网网络建设及推广指南》	工信部	到2020年形成相对完善网络顶层设计，初步建成基础设施和技术产业体系。
2019年3月	《工业互联网综合标准化体系建设指南》	工信部、国家标准委	推动相关产业转型升级，加快制造强国和网络强国建设步伐
2019年6月	《工业互联网专项工作组2019年工作计划》	工信部	围绕工业互联网10类工作任务的61项具体举措
2019年8月	《加强工业互联网安全工作的指导意见》	工信部、教育部等	到2020年底，工业互联网安全保障体系初步建立

时间	政策名称	部门	内容
2019年11月	《“5G+工业互联网”512工程推进方案》	工信部	到2022年，将突破一批面向工业互联网特定需求的5G关键技术；完成5大类12项工业互联网重点工程。
2020年1月	《关于2019年工业互联网试点示范项目名单的公示》	工信部	81个项目，贵州茅台、白云山等上市公司在列
2020年3月	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	工信部	着力运用信息技术加强疫情防控，促进企业尽快恢复生产运营；加快发展在线办公、在线教育等新模式
2020年3月	《推动工业互联网加快发展的通知》	工信部、信息化部	从加快新基建、加快拓展融合创新应用等6个方面出台20项具体举措。多处提及“5G+工业互联网”。

资料来源：申港证券研究所

5.2.3 腾讯云 VS 阿里云

对比阿里云和腾讯云，阿里云起步较早，两家产品各有千秋：

- ◆ **服务器数量**：腾讯超百万，全球五家之一，国内唯一；
- ◆ **价格与性价比**：不同产品各有千秋，基础配置1核1G、1核2G价格差别不大，但阿里性能更好，因此性价比更高；2核4G阿里更贵，腾讯性价比更胜一筹；4核16G阿里明显更贵，但性价比两家差不多。
- ◆ **数据中心布局**：阿里更广，数据中心也更密集。
- ◆ **产品丰富度**：阿里目前更全面，但腾讯有自己的绝对优势领域，比如游戏和应用。

表26：阿里云和腾讯云对比

维度	分类	阿里云	腾讯云
成立/推出时间		2009年	2013年
技术特点		自主研发	开源+自主研发
服务器数量		目前未破百万	超过110万台（国内第一个破百万）
数据中心全球布局可用区数量	中国本土	青岛2个、北京8个、张家口2个、呼和浩特2个、杭州8个、上海6个、深圳5个、河源2个、成都2个、香港2个（共36个）	广州4个、深圳2个、上海7个、南京2个、北京6个、成都2个、重庆1个、香港2个（共26个）
	亚太地区	新加坡3个、悉尼2个、吉隆坡2个、雅加达2个、孟买2个、东京2个（共13个）	新加坡、曼谷、孟买、首尔、东京（共5个）
	欧洲地区	法兰克福2个、伦敦2个（共4个）	法兰克福1个、莫斯科1个（共2个）
	其他地区	中东地区迪拜1个、美国4个（共5个）	美国2个、加拿大1个（共3个）
	合计	58个	共36个
价格（最新）	1核2G	673元/年（85折后）	699（5折后）
	2核4G	1731元/年（85折后）	1569元/年（85折后）
	16核32G	16677元/年（85折后）	9435元/年（85折后）
云主机性价比（2018年测评结果）	1核1G	7177	5045
	2核4G	2670	3534
	4核16G	1877	2078
产品丰富度		已实现全面化	全面化中
安全防护		顶级安全防护：IPv6云安全、数据安全、社交/媒体Anti Spam、等保合规安全、新零售安全解决方案	顶级安全防护：T-Sec数据安全审计、数据安全、数据治理、腾讯云隐私声明、云加密机、安全运营中心

资料来源: 公司官网, Cloudbest, 公开资料整理, 申港证券研究所

2019年, 腾讯云收入 170 亿, 付费用户规模突破 100 万, 全网服务器超 100 万 (全球五家之一, 不含阿里), 带宽峰值突破 100T。

腾讯云计算已在多领域布局:

一、互联网领域: 腾讯有绝对优势, 国内超一半的游戏公司是腾讯云的客户。根据 IDC 报告, 腾讯云在电商类公有云服务、视频云流量、游戏类公有云服务、社交资讯类公有云服务、交通出行类公有云服务等领域的市场占有率均为第一。

二、金融领域: 腾讯云相对擅长的领域。截至目前, 腾讯云金融领域有 6000+ 客户, 包括 150 多家银行客户, 四大国有银行中已经有 3 家和腾讯云进行合作。多个国字头的证券、保险公司也使用了腾讯云服务。

三: 政务云: 单价高, 需求大, 确定性强, 增速可期, 必争之地。中国信息通信研究院曾预测, 至 2021 年政务云占比高达 43.8%。

- ◆ 2019 年腾讯政务云项目合同金额共计 26 亿 (占比 15%, 仍有巨大提升空间), 同比增长 226.2%。
- ◆ 共覆盖省级行政区 28 个, 海外地区 1 个, 项目数量共计 151 个, 同比增长 55.7%。151 个项目中, 共有 5 个“亿元大单”, 其中腾讯联合数广中标的广东省政务项目订单金额高达 10.45 亿元, 成都市环城生态区生态修复综合项目排第二, 金额为 8.74 亿元。
- ◆ 根据我们不完全统计, 2020 年 1-3 月 (含春节及受疫情影响延迟谈判) 腾讯政务云已中标订单金额超 7 亿, 估算全年政务云订单金额至少 40 亿以上, 增速在 54%+。
- ◆ 疫情期间, 腾讯云也与多地政府部门合作, 疫情整体解决方案“微应急”, 打通微信小程序、腾讯海纳、企业微信等多个平台, 具有综合政务功能。截至 2020 年 3 月 16 日, 腾讯防疫健康码覆盖 9 亿人口, 累计访问量达 80 亿, 是服务用户最多、增长速度最快的健康码。

四、其他领域: 腾讯云于 2019 年在零售、医疗、教育、出行等领域拓展。零售领域, 2019 年, 腾讯云服务 110+ 家零售品牌。出行领域, 与宝马、广汽、长安、东风、长城、吉利等车企深化合作, 战略合作车企 28 家, 连接了 300 多家生态服务伙伴。教育领域, 腾讯教育累计服务 400 多个省市教育局, 9 万多家教育机构, 服务用户数超过 4 亿。

2019 年, 腾讯云合作伙伴数量增长 40%, 过去一年, 腾讯云联合行业合作伙伴在 19 个行业共同打造了 100 多个解决方案, 共同服务客户超过 20 万家。2019 年, 来自合作伙伴业务的收入在整个腾讯云占比达到了 30%。

表27: 腾讯云 VS 阿里云官网客户案例对比

细分领域	腾讯云		阿里云	
	客户案例数量	主要客户代表	客户案例数量	主要客户代表
游戏	21	Supercell、完美世界、三七互娱、游族网络、TYPE-MOON、Netmarble、乐元素、吉比特、电魂网络	1	UC Browser
金融	8	泰康人寿、微众银行、富途证券、分期乐、中金在线、安心保险	7	民生银行、雪球、鹏元征信、众安保险
医疗	8	卓健、杏仁医生、泰道、微医集团	4	华大基因、趣医网
电商	6	聚美优品、锤子科技、小红书、楚楚街	3	阿里巴巴生态、云集、联华华商
视频娱乐	8	中央电视台、斗鱼、快手、哔哩哔哩、蘑菇街	10	虎牙、优酷、哔哩哔哩、芒果TV、映客直播
O2O	5	滴滴出行、大众点评、58同城	2	58到家、饿了么
微信	6	易企秀、生意宝等小程序生态		
旅游地产	3	同程网、7天连锁酒店	3	越秀地产、洲际酒店集团、WeWork
移动应用	4	(除小程序外) 荔枝FM、大象册、亲宝宝、搜狗	3	微博、逻辑思维、大姨吗
政务	8	广东省人民政府、四川省人民政府、云南省公安厅	2	海关总署、G20
在线教育	5	猿题库、新东方	1	全美在线
企业	5	人民日报、人民网、招商局集团、永辉超市	8	海底捞、115科技、神州鹰、畅捷通
交通物流			4	菜鸟、亚洲航空、香港快运、运满满
制造与能源			4	中石化、科陆电子、飞利浦

资料来源: 腾讯云官网, 阿里云官网, 申港证券研究所

6. 业绩预测与估值

6.1.1 关键假设与业绩预测

手游: 2018、2019 年腾讯主要游戏 MAU 分别增长 30%、17%，2020 多个爆款新游戏预期年内上线及游戏进一步出海，预计 2020 年主要游戏 MAU 增长 15%，ARPU 继续维持历史稳定水平，Supercell 的并表每年为公司带来 100 亿元以上的收入。

端游: 过去三年增速分别为 23%、-8%、-6%，预计未来三年增速在-5%。

腾讯视频: 腾讯视频与爱奇艺 2019 年付费用户的季度复合增长率都在 5%，过去两年的季度复合增长率都在 8%，假设 2020 年季度复合增长率在 4%，订阅用户数年化增速预计为 17%，会员涨价预期带动 ARPPU 增长 10%。

腾讯音乐: 付费用户数的增长仍是音乐付费收入增长的主要驱动因素，2020 年付费用户数增速预期在 29%，ARPPU 预计不增长；直播增速与市场平均增速保持一致在 13%。

网络广告: 朋友圈 DAU 增加 5%，2019 年人均每日看到广告的数量平均在 2 条，2020 年随着第 4 条广告位的开放升级到 3 条，受宏观经济影响，CPM 收费标准不提高；2020 小程序 DAU 从 3.3 亿提高到 4.5 亿，人均日使用次数维持 2019 年 30% 的增速，广告投放比例不变，CPM 不提高；公众号预计维持 2019 年增速。

金融科技: 考虑财富管理规模增长和微信支付接入商户服务数量的增加，预计金融科技收入增速在 30%。

云计算: 综合全球行业增速、国内行业增速、腾讯云历史增速和在手订单增速，我们预计 2020 年腾讯云收入增速在 40%-60%。

表28：腾讯收入分拆与业绩预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2021E
总计	312,694	377,289	465,682	576,414	702,128
YOY	32%	21%	23%	24%	22%
一 增值服务	176,646	199,991	231,817	270,092	315,237
YOY	15%	13%	16%	17%	17%
1 游戏	128,400	141,100	159,910	180,635	203,310
YOY	9%	10%	13%	13%	13%
1) 手游	77,800	93,700	114,880	137,856	162,670
YOY	24%	20%	23%	20%	18%
2) 端游	50,600	47,400	45,030	42,779	40,640
YOY	-8%	-6%	-5%	-5%	-5%
2 数字内容及其他	48,246	58,891	71,907	89,457	111,927
YOY	33%	22%	22%	24%	25%
二 网络广告	58,079	68,377	92,268	122,246	156,795
YOY	44%	18%	35%	32%	28%
1 社交广告/效果广告	39,773	52,897	78,336	109,011	144,222
YOY	77%	33%	48%	39%	32%

项目	2018	2019	2020E	2021E	2021E
2 媒体广告/品牌展示广告	18,306	15,480	13,932	13,235	12,574
YOY	10%	-15%	-10%	-5%	-5%
三 金融科技、云服务及其他	77,969	108,921	141,597	184,076	230,096
YOY	80%	40%	30%	30%	25%

资料来源：申港证券研究所

综合毛利率：未来三年分别为 43.3%、42.8%、42.5%。网络广告、金融科技、云计算毛利率提升，增值服务毛利率按历史趋势下降。

表29：各分部毛利率分拆及预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2021E
增值服务	60.1%	58.1%	53.0%	50.0%	48.0%	46.0%
网络广告	36.7%	35.8%	49.0%	50.2%	50.7%	51.0%
金融科技、云服务及其他	21.9%	23.9%	25.8%	28.0%	30.0%	32.0%
综合毛利率	49.2%	45.5%	44.4%	43.3%	42.8%	42.5%

资料来源：申港证券研究所

投资收益：2020 腾讯控股全资子公司 Linen Investment Limited 向虎牙和欢聚集团收购 16,523,819 股虎牙 B 类普通股，总收购价约为 2.626 亿美元现金，腾讯成为虎牙最大股东，投票权提高到 50.1%。原持股份额预期产生投资收益增量 40 亿左右。

6.1.2 估值分析与投资建议

根据 DCF 绝对估值法，我们给出目标价 497.05 港元/股，预计年内增长空间 21%。公司 2020-2022 年归母净利润为 1,119 亿/1,324 亿/1,549 亿元，EPS 为 11.71/13.86/16.21 元，当前股价对应 P/E 为 35X/29X/25X，维持“买入”评级。同时，我们的市值量化回归模型也显示出至少 18% 的增长空间。

图104：市值量化回归与预测模型



资料来源：申港证券研究所

表30: 可比公司 PE 与市值

序号	代码	证券简称	市盈率 PE			市值(亿元)
			TTM	20E	21E	
	0700.HK	腾讯控股	37	35	29	39,130
	可比公司均值		41	23	19	
1	GOOGL.O	谷歌 (ALPHABET)	26	24	21	61,575
2	FB.O	FACEBOOK	28	22	16	35,526
3	NTES.O	网易	15	23	20	3,445
4	BIDU.O	百度	123	21	16	3,182
5	TWTR.N	推特	15	27	20	1,645

资料来源: Wind, 申港证券研究所

7. 风险提示

游戏活跃用户、增值服务付费用户数增长不及预期;

广告、企业服务等业务受宏观经济下滑冲击;

财富管理规模增长承压;

产业互联网业务布局不及预期。

表31: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	312694	377289	465682	576414	702128	流动资产合计	217080	253968	359506	482059	610988
营业成本	170574	209756	263819	329568	403463	货币资金	163322	182082	243400	338590	437708
营业税金及附加	0	0	0	0	0	应收账款	28427	35839	43285	54166	65621
营业费用	24233	21396	26404	32686	39812	其他应收款	0	0	0	0	0
管理费用	41522	53446	63902	80376	97127	预付款项	40024	51282	64500	80574	98640
财务费用	100	1299	1412	1694	2033	存货	324	718	723	1016	1174
资产减值损失	0	0	0	0	0	其他流动资产	339	375	484	599	730
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	非流动资产合计	506441	700018	693018	722009	769776
投资净收益	1487	-1681	4000	4000	4000	长期股权投资	227790	221894	221894	221894	221894
营业利润	97648	118694	132346	155037	182266	固定资产	35091	57671	74737	91639	110590
营业外收入	0	0	0	0	0	无形资产	56650	128860	127017	130008	136617
营业外支出	0	0	0	0	0	其他非流动资产	0	19000	23451	29028	35359
利润总额	97648	118694	132346	155037	182266	资产总计	723521	953986	1052523	1204068	1380764
所得税	14482	13512	17347	18985	23105	流动负债合计	202435	240156	233210	259870	289833
净利润	79984	95888	114999	136051	159161	短期借款	26834	22695	0	0	0
少数股东损益	1265	2578	3092	3658	4279	应付账款	73735	80690	93963	117380	143699
归属母公司净利润	78719	93310	111907	132394	154882	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	159278	257276	183536	211837	243738	一年内到期的非流动负债	0	3279	3279	3279	3279
EPS (元)	8.34	9.86	11.71	13.86	16.21	非流动负债合计	164879	225006	225461	226110	227494
主要财务比率						长期借款	87437	104257	104257	104257	104257
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	367314	465162	458671	485980	517328
营业收入增长	31.52%	20.66%	23.43%	23.78%	21.81%	少数股东权益	32697	56118	59210	62868	67147
营业利润增长	8.13%	21.55%	11.50%	17.14%	17.56%	实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润增长	10.08%	18.54%	19.93%	18.31%	16.99%	资本公积	27294	35271	35271	35271	35271
获利能力						未分配利润	299660	384651	486588	607165	748235
毛利率(%)	45.45%	44.40%	43.35%	42.82%	42.54%	归属母公司股东权益合计	323510	432706	534643	655220	796290
净利率(%)	25.58%	25.42%	24.69%	23.60%	22.67%	负债和所有者权益	723521	953986	1052523	1204068	1380764
总资产净利润(%)	10.88%	9.78%	10.63%	11.00%	11.22%	现金流量表					
ROE(%)	24.33%	21.56%	20.93%	20.21%	19.45%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
偿债能力						经营活动现金流	106443	148690	157941	188890	217490
资产负债率(%)	51%	49%	44%	40%	37%	净利润	79984	95888	114999	136051	159161
流动比率	1.07	1.06	1.54	1.86	2.11	折旧摊销	23611	34248	49778	55106	59440
速动比率	1.07	1.05	1.54	1.85	2.10	财务费用	100	1299	1412	1694	2033
营运能力						应付账款减少	-11878	-7412	-7446	-10881	-11455
总资产周转率	0.49	0.45	0.46	0.51	0.54	投资活动现金流	-151913	-116170	-63000	-80839	-103911
应收账款周转率	14	12	12	12	12	长期股权投资减少	-83209	5896	0	0	0
应付账款周转率	5.05	4.89	5.33	5.45	5.38	投资收益	1487	-1681	4000	4000	4000
每股指标(元)						筹资活动现金流	35380	1672	-33623	-12861	-14461
每股收益(最新摊薄)	8.34	9.86	11.71	13.86	16.21	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	5343	16820	0	0	0
P/E	49.11	41.54	34.97	29.56	25.26	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	12.03	9.01	7.32	5.97	4.91	资本公积增加	5090	7977	0	0	0
EV/EBITDA	24.12	14.95	20.58	17.38	14.70	现金净增加额	-10090	34192	61318	95190	99118

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上