



买入 (首次)

所属行业: 资讯科技业/软件服务
当前价格(港币): 583.00 元
合理区间(港币): 690.70-812.60 元

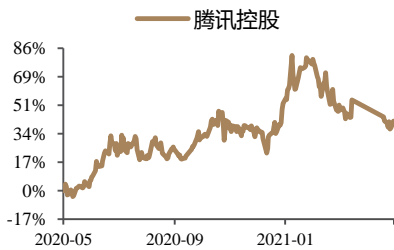
证券分析师

花小伟
资格编号: S0120521020001
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

联系人

崔世峰
邮箱: cuisf@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.64	3.01	-15.08

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

腾讯控股 (00700.HK): 深度解析腾讯金融科技

投资要点

- **腾讯金融科技分为支付业务与金融科技业务两大板块。**2020年, 腾讯金融科技所属的金融科技与企业服务业务实现营业收入1281亿元, 在疫情较大程度的影响线下商业支付的情况下, 录得了与2019年持平的27%同比增长。本文中我们对其进行了细致的拆解, 以高颗粒度的方式呈现其存量, 进而发掘其增长的模式与来源。腾讯金融科技源于2005年上线的第三方支付平台财付通, 经过十五年的发展, 目前已演化出支付业务与金融科技业务两大业务板块。
- **支付业务贡献主要收入, 疫情好转后进入提价周期。**根据我们的测算, 支付业务2020年实现了约886亿元的收入, 占到腾讯金融科技收入的86%, 而支付业务的收入主要由商业支付贡献。费率方面, 由于补贴、返佣的存在, 商业支付确认收入的实际费率低于标准费率(线下0.38%, 线上0.6%)。通过对支付流的拆解, 我们明确了其成本主要来源于发卡行结算费及网联平台清算费, 并且用户使用零钱支付产生的成本会小于绑卡支付。2016年以来, 第三方移动支付市场格局稳固, 且微信支付在下沉市场已经取得了用户覆盖的先发优势, 疫情恢复后, 商业支付有望重新开启被打断的提价周期, 通过提升实际费率获得收入与毛利率的双重提升。
- **金融科技业务收入增长稳健, 毛利率较高。**金融科技业务收入主要由理财通基金代销、微粒贷导流广告费和备付金利息收入贡献, 根据我们的测算, 2020年其收入分别约为62、57、21亿元。金融科技业务深度挖掘了支付业务产生的流量和场景, 为支付业务低毛利率高收入业务模式提供了高质量收入的补充。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计公司2021-2023年实现营业收入5926/7168/8493亿元, 同比增长22.9%/21.0%/18.5%; 归母净利润1615/1954/2350亿元, 同比增长1.1%/21.0%/20.3%, 对应EPS 16.84/20.37/24.49元, 对应PE 28.77x/23.78x/19.77x。我们看好疫情好转后支付业务进入提价周期, 达成营业收入和毛利率的双重提升, 金融科技业务稳健增长, 贡献高毛利率的优质收入, 给予公司2021年目标PE 34x-40x, 对应股价690.7-812.6港元, 首次覆盖给予“买入”评级(2021年5月14日收盘价, 对应汇率0.8289人民币/港元)。
- **风险提示:**宏观经济增速下行风险; 游戏变现能力和推出时间不及预期风险; 云服务行业竞争加剧; 政策监管趋严风险。

股票数据

总股本(百万股):	9,595.09
流通股(百万股):	9,595.09
52周内股价区间(港元):	408.20-766.50
总市值(百万港元):	5,593,937.60
总资产(百万港元):	1,585,711.68
每股净资产(港元):	87.18

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	377289	482064	592619	716783	849324
(+/-)YOY(%)	20.7%	27.8%	22.9%	21.0%	18.5%
净利润(百万元)	93310	159847	161539	195410	234992
(+/-)YOY(%)	18.5%	71.3%	1.1%	21.0%	20.3%
全面摊薄 EPS(元)	9.77	16.66	16.84	20.37	24.49
毛利率(%)	44.4%	46.0%	47.8%	48.3%	49.0%
净资产收益率(%)	21.6%	22.7%	18.7%	18.5%	18.2%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 披荆斩棘二十年，腾讯金融科技日趋重要	6
1.1. 腾讯：披荆斩棘二十年	6
1.2. 公司财务分析：核心业务稳健，金融科技业务日趋重要	7
2. 腾讯金融科技：商业支付迎来提价周期，金融科技业务稳健增长	9
2.1. 支付业务：市场格局相对稳固，疫情恢复后商业支付费率拐点将至	12
2.1.1. 支付业务历史：移动支付打破单一支付场景依赖，稳态市占率差距缩小 ..	12
2.1.2. 支付业务的收入构成及利润来源：商业支付贡献主要部分	16
2.1.3. 商业支付的实际费率：线上支付实际费率高于线下支付	17
2.1.4. 支付业务流程拆解及成本构成：间联模式下成本来自发卡行结算费用、网联的 清算费用以及网关费用等其他手续费	18
2.1.5. 下沉市场具有先发优势，整体市场格局相对稳定，疫情恢复后费率拐点将至	20
2.2. 金融科技业务：稳定贡献毛利，智能投顾带来增长空间	23
2.2.1. 备付金收入稳定增长	23
2.2.2. 理财通：基金代销业务高毛利率，智能投顾带来收入增量	25
2.2.3. 微粒贷：微信支付九宫格导流，收入稳定	29
3. 社交网络：微信基本盘稳固，内容维度持续提升	31
4. 游戏业务：护城河稳固，静待新游上线持续优化产品矩阵	35
5. 广告业务：长期收入增长与宏观经济正相关，毛利率迎来结构化改善	37
6. 盈利预测与投资建议	39
6.1. 盈利预测	39
6.2. 投资建议	41
7. 风险提示	42

图表目录

图 1: 腾讯股权架构	6
图 2: 2018 年组织架构调整前事业群情况	7
图 3: 2018 年组织架构调整后事业群情况	7
图 4: 腾讯控股业务树	7
图 5: 2011-2020 年营业收入及增速	7
图 6: 2011-2020 年扣非归母净利润及增速	7
图 7: 2015-2020 年各主营业务收入比重	8
图 8: 2016-2020 年三大业务同比增长速度对比	8
图 9: 2015-2020 年金融科技与企业服务业务营业收入占比与毛利率	8
图 10: 2011-2020 年公司毛利率净利率情况	9
图 11: 2011-2020 年公司三大主要业务毛利率情况	9
图 12: 2014 年-2020 年金融科技与企业服务业务营业收入	9
图 13: 2018Q1-2020Q4 金融科技与企业服务业务营业收入	10
图 14: 金融科技业务树	10
图 15: 支付宝注册用户数突破 2 亿, 超越 PayPal 成为全球规模最大的第三方支付平台	12
图 16: 2012 年 1 月-2013 年 6 月腾讯与阿里电商平台总覆盖人数对比	13
图 17: 2010Q1-2013Q2, 支付宝与财付通第三方平台互联网支付市占率	13
图 18: 2010Q1-2013Q2, 同期主要电商平台的总覆盖人数 (万人)	13
图 19: 微信支付与移动 QQ 钱包	14
图 20: 2012Q1-2020Q4 微信及移动 QQ 的 MAU 情况	15
图 21: 2013 年 3 月-2020 年 6 月支付宝与财付通在移动支付市场的市占率	15
图 22: 支付宝与财付通在互联网支付与移动支付稳态期市占率差额比较	16
图 23: 服务商、商户与微信支付关系	17
图 24: 刷卡支付、清算、结算流程及手续费分布	18
图 25: “断直连”前的余额支付流程	19
图 26: “断直连”前的绑卡支付流程	19
图 27: 微信支付直连银行	20
图 28: “断直连”后绑卡支付流程	20
图 29: “断直连”后余额支付流程	20
图 30: 2019、2020 年移动支付市场单次支付价格结构对比	20
图 31: 2018Q1-2021Q1 下沉市场新增占比	21
图 32: 近三年下沉市场微信与支付宝新增用户情况	21

图 33: 近四年下沉市场微信、支付宝活跃用户占比	21
图 34: 2019Q1-2020Q4 下沉市场 MAU 估算	22
图 35: 2017 年至今支付宝、财付通在移动支付市场的市占率	22
图 36: 商业支付毛利率的对数扩展路径	22
图 37: 2017 年 6 月至 2021 年 4 月全市场集中存管的备付金余额	23
图 38: 财付通缴纳的备付金余额估算	24
图 39: 上线初期的财付通以及其接入的四家基金公司	25
图 40: 理财通目前主要作为腾安基金的网上平台, 并设专区为好买财富导流	25
图 41: 2004 年-2019 年各基金销售渠道占比	25
图 42: 2018Q3-2020Q4E 理财通平台资产保有量	27
图 43: 蚂蚁集团理财科技平台资产规模及营业收入	27
图 44: 理财科技平台收入率及余额宝在资产保有量之中的占比	27
图 45: “一起投”四笔钱理财产品设计	29
图 46: “一起投”养老、教育主题理财及其在理财通中的入口	29
图 47: 微粒贷在微信支付中的入口及微粒贷产品	29
图 48: 2015-2019 年微众银行营业收入及利息净收入	30
图 49: 2015-2019 年微众银行各项贷款余额	30
图 50: 2015-2020 年社交媒体收入、增长及占比	31
图 51: 2012Q1-2020Q4 微信 MAU 及增长情况	32
图 52: 2014Q1-2020Q4 QQ 移动端 MAU 及增长情况	32
图 53: 2021Q1 微信数据与即时通讯行业平均对比	32
图 54: 2020 年 1 月上线后视频号迭代情况	32
图 55: 2018Q1-2020Q4 增值服务付费总人数及增速	33
图 56: 2014 年 11 月-2021 年 2 月主要长视频平台 MAU 情况	33
图 57: 2018Q1-2020Q4 腾讯视频付费会员数及增速	34
图 58: 2019Q1-2020Q4 腾讯音乐付费会员数及增速	34
图 59: 2015-2020 年网络游戏收入及增速	35
图 60: 2019M1-2021M3 王者荣耀国内 iOS 净收入及下载量	36
图 61: 2019M1-2021M3 和平精英国内 iOS 净收入及下载量	36
图 62: 《英雄联盟手游》官方宣传图	37
图 63: 《地下城与勇士手游》官方宣传图	37
图 64: 2015-2020 年网络广告业务营业收入及增速	37
图 65: 2005Q1-2020Q4 腾讯广告业务收入与名义 GDP 环比滚动相关系数	38

图 66: 腾讯广告体系树.....	38
图 67: 2018Q1-2020Q4 网络广告业务毛利率	38
图 68: 腾讯广告技术解决方案.....	39
图 69: 过去 5 年腾讯控股 PE Band.....	41
表 1: 腾讯重要时间年表	6
表 2: 2015 年-2020 年年报对金融科技业务增长因素的描述.....	11
表 3: 2020 年金融科技与企业服务业务细分收入测算.....	11
表 4: 财付通重要事件年表	12
表 5: 微信历次重要版本更新时间	14
表 6: 第三方支付平台备付金集中存管比例	23
表 7: 2018-2020 年备付金收入测算.....	24
表 8: 理财通接入基金产品情况	26
表 9: 理财通基金申购费率情况	27
表 10: 基金代销业务收入弹性测算	28
表 11: 已上市第三方基金销售机构收入及毛利率情况	28
表 12: 微众银行股权情况	29
表 13: 2020 年微粒贷导流收入测算.....	31
表 14: 2019Q1 至 2021Q1 腾讯移动游戏国内 iOS 渠道净收入排名前 25 名.....	35
表 15: 未来三年金融科技与企业服务业务分部营业收入预测 (亿元)	40
表 16: 未来三年营业收入及毛利率预测 (亿元)	40
表 17: 核心假设表	41

1. 披荆斩棘二十年，腾讯金融科技日趋重要

1.1. 腾讯：披荆斩棘二十年

二十年发展，成就万亿级互联网巨头。1998年11月，马化腾、张志东、许晨晔、陈一丹、曾李青共同创立腾讯，并于1999年开发出OICQ(后更名为QQ)。腾讯几乎完整的跨越了中国PC互联网时代、移动互联网时代，核心产品也经历了PC端QQ、移动QQ、手机QQ、微信的演变，从一个开发传呼机业务的初创公司，成长为一个主营业务横跨社交媒体、游戏、广告、内容、金融、云服务、投资的万亿市值巨头。

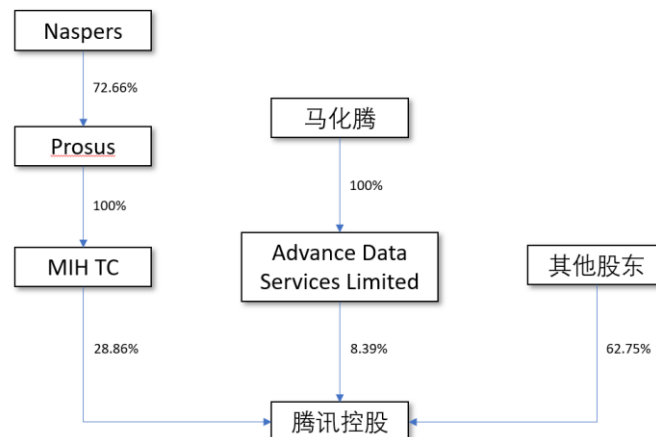
表 1：腾讯重要时间年表

时间	事件
1998	腾讯成立
1999	QQ 诞生
2000	与中国移动合作“移动梦网”项目
2004	赴香港上市
2005	“打造一站式在线生活平台”战略
2006	拍拍网正式运营
2009	腾讯游戏跃居国内游戏市场收入第一
2010	3Q 大战
2011	微信诞生
2012	“连接一切”战略
2013	微信支付上线
2018	“扎根消费互联网，拥抱产业互联网”战略
2020	“推动可持续社会价值创新”纳入公司战略

资料来源：德邦研究所整理

大股东阶段性减持，股权架构保持稳定。2021年4月7日，腾讯公告第一大股东Prosus计划通过全资子公司MIH TC按照总价1142.75亿港元出售1.92亿股腾讯控股股票，占腾讯已发行股本2%，出售完成后，Prosus间接持股比例将从30.86%降至28.86%。同时Prosus表示至少在未来三年将不会进一步减持腾讯股份，对于腾讯长期发展潜力的信心不改。此外，根据腾讯控股2020年报披露，公司创始人马化腾先生通过Advance Data Services Limited间接持有腾讯控股8.39%的股份。

图 1：腾讯股权架构



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：截至2021年5月7日

三次组织架构调整落实战略转型，形成六大事业群。腾讯历史上分别在 2005 年、2012 年和 2018 年经历过三次伴随战略调整的大型组织架构调整。2005 年第一次组织架构调整后，腾讯便开始实行事业群制，各业务线独自成军，并且设立内部赛马机制。2018 年，随着“扎根消费互联网，拥抱产业互联网”战略的开展，腾讯完成了第三次大型的内部组织架构调整，整合了广告业务、2B 业务，并且强化了流量平台与内容平台的联动。

图 2：2018 年组织架构调整前事业群情况



资料来源：证券时报、知乎，德邦研究所

图 3：2018 年组织架构调整后事业群情况

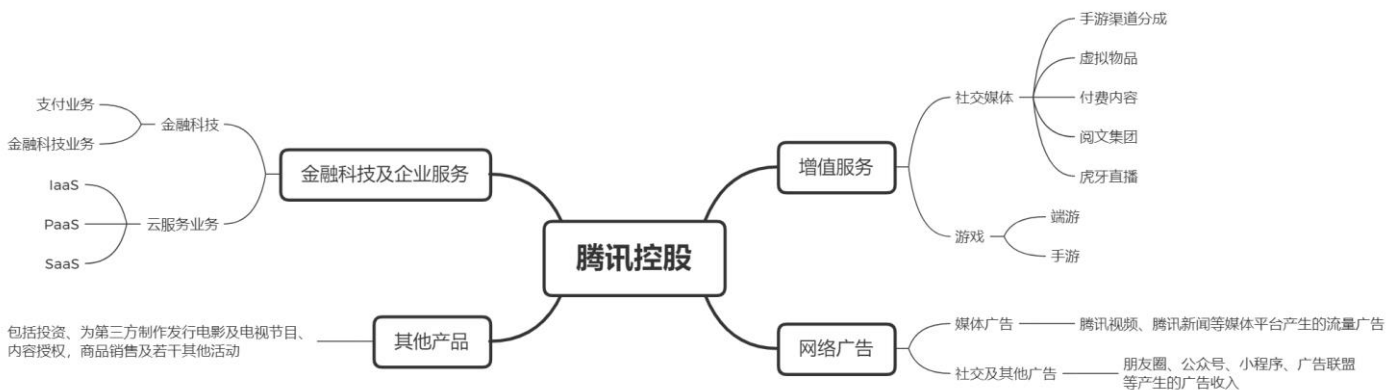


资料来源：证券时报、知乎，德邦研究所

1.2. 公司财务分析：核心业务稳健，金融科技业务日趋重要

腾讯业务结构：社媒、游戏、广告、金融、云服务及其他产品。2019 年后，腾讯的财报披露口径中，将营业收入分为四个部分：增值服务、网络广告、金融科技及企业服务、其他产品。增值服务作为收入占比最高的业务，其内部又可以分为社交媒体收入和游戏收入；网络广告业务根据其广告的性质又可以分为媒体广告、社交及其他广告；金融科技及企业服务对应金融科技业务线和云服务业务线，金融科技业务线又可以进一步分解为支付业务和金融科技业务；其他产品则是将不属于上述三大部分的收入归于其中。

图 4：腾讯控股业务树

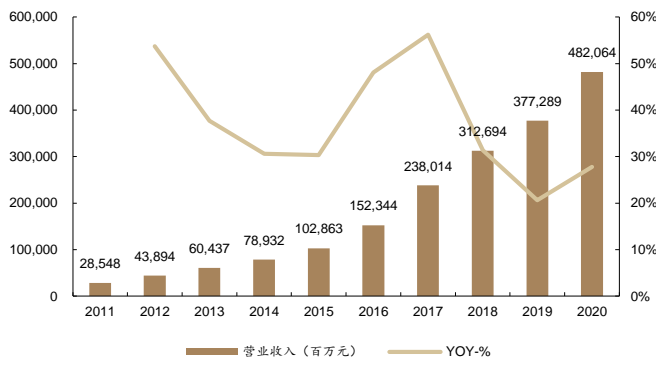


资料来源：公司公告，德邦研究所绘制

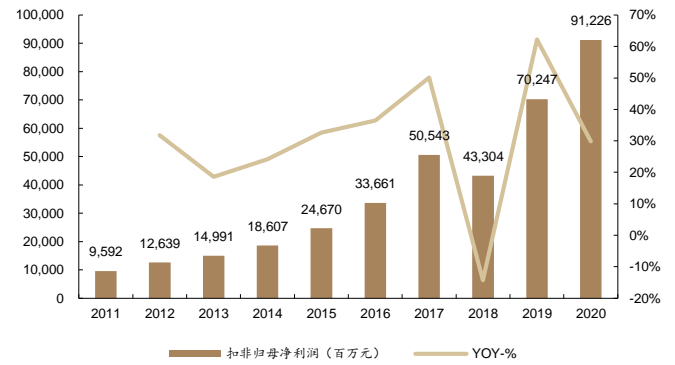
公司近十年营业收入、净利润仍处于波动中的高增速区间。2020 年公司分别实现营业收入、归母净利润 4820 亿元、912 亿元，同比增长 28%、30%。过去十年营业收入、归母净利润 CAGR 分别达到 36.90%、28.44%，同比增速分别保持在 21%、24%（剔除 2018 年）以上。

图 5：2011-2020 年营业收入及增速

图 6：2011-2020 年扣非归母净利润及增速



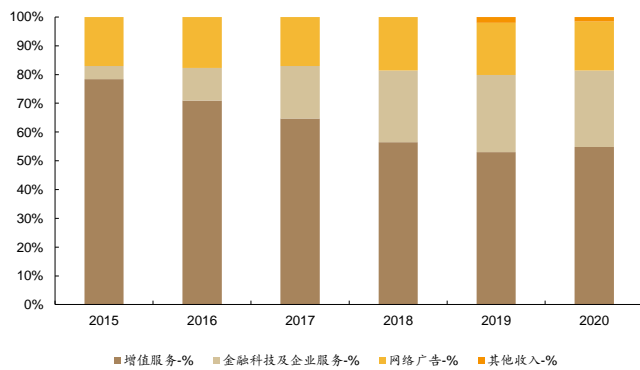
资料来源：公司公告，德邦研究所



资料来源：公司公告，德邦研究所

增值服务收入占比最高，金融科技和企业服务业务贡献收入增速。2015 年至今，公司广告业务在营业收入中的占比保持稳定，五年平均为 18%，广告业务的同比增速也与总营业收入的同比增速相差无几。随着金融科技及企业服务业务收入的高速增长，其在腾讯收入体系中的重要性逐步提升：由 2015 年的 5% 上涨至 2020 年的 27%，反映其增速长期快于总营业收入的增速，是 2015 年至今公司营收增长的主要驱动。另一方面，增值服务（分为游戏和社交媒体）收入占比持续下滑，但仍为公司营收占比最大的业务，除 2020 年由于疫情导致收入增速快于其他业务，2016-2019 年业务增速慢于其他业务和总营业收入增速。

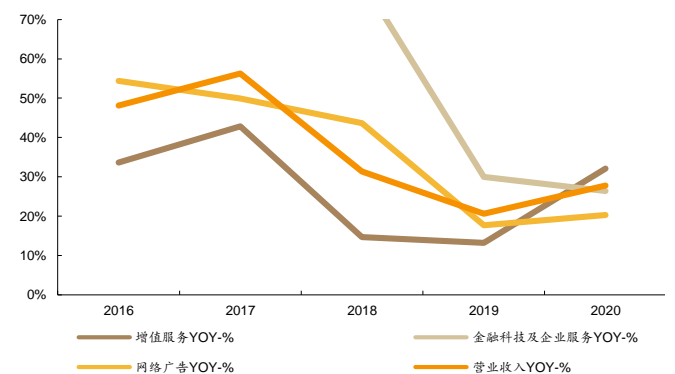
图 7：2015-2020 年各主营业务收入比重



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：金融科技及企业服务业务自 2019 年起单独成项，之前列入其他收入。

图 8：2016-2020 年三大业务同比增长速度对比

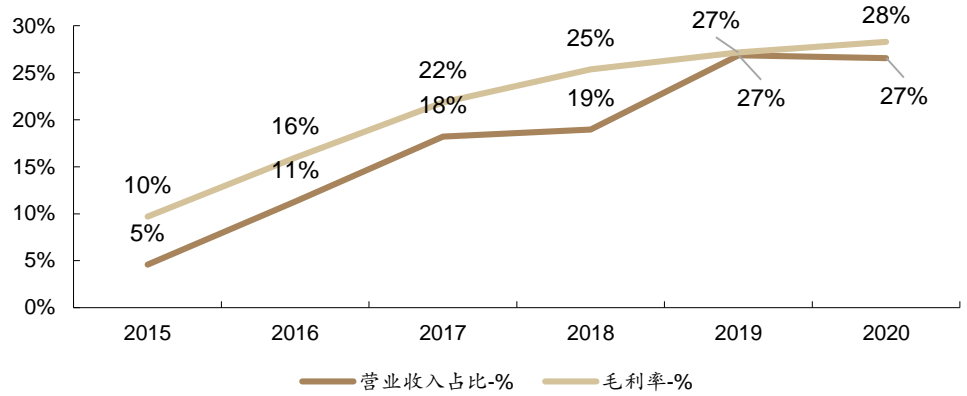


资料来源：公司公告，德邦研究所

注：金融科技及企业服务业务 2016、2017、2018 年同比增速分别为 263%、153%、80%，显著高于营业收入同比增速，故未画入图标。

金融科技与企业服务业务 2015 年至今毛利率、收入占比快速提升。金融科技与企业服务业务整体毛利率由 2015 年 10% 逐步上升至 28%，营业收入占比由 5% 提升至 27%。虽然 2020 年由于疫情影响，营业收入占比持平（主要是由于游戏业务高增长），但是由于收入主要来自手续费、广告费、佣金分成和订阅费用，随着该业务的体量的持续提升，可以为公司提供优质的现金流。

图 9：2015-2020 年金融科技与企业服务业务营业收入占比与毛利率

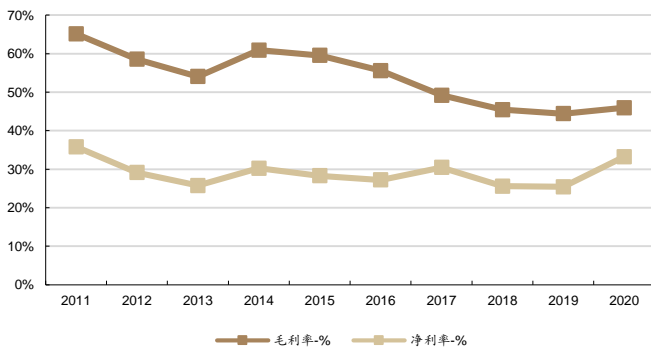


资料来源：公司公告，德邦研究所

注：2014年-2017年为“其他”业务营业收入，2018年-2020年为年报披露数据整理。

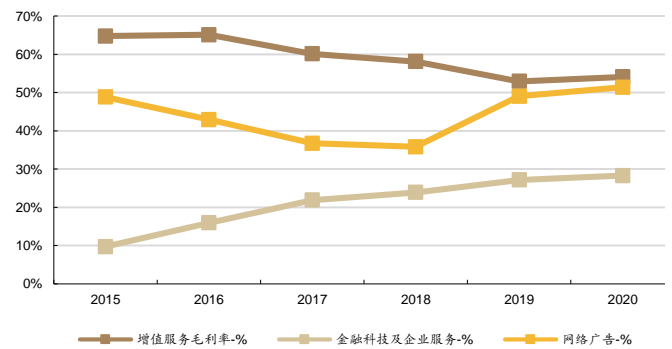
金融科技及云业务营业收入占比提升拉低毛利率，净利率保持稳定。2011年-2015年公司毛利率保持稳定，2015-2020年由于金融科技和企业服务业务收入体量上升，其对整体毛利率影响增大。虽然这一业务的毛利率在2015-2020年由10%提升至28%，但仍低于增值服务业务和网络广告业务，因此拉低了公司的整体毛利率。另一方面，公司的净利率在2011-2020年保持稳定，净利率中枢为29%。

图 10：2011-2020 年公司毛利率净利率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 11：2011-2020 年公司三大主要业务毛利率情况



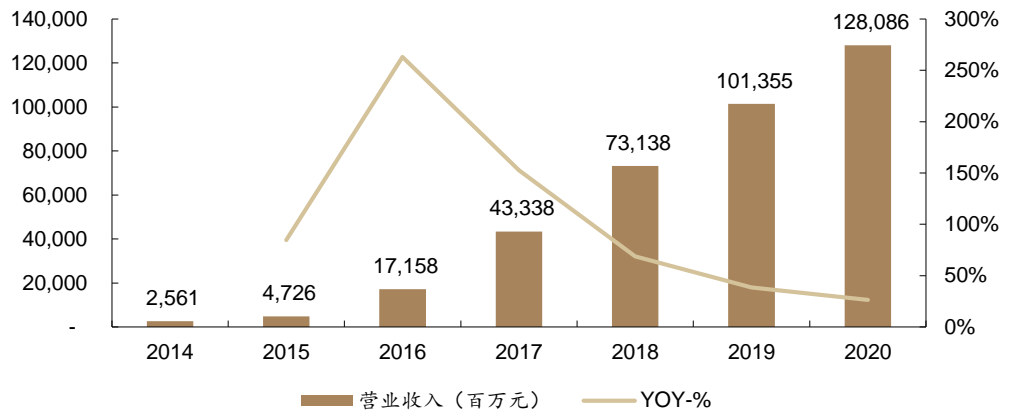
资料来源：公司公告，德邦研究所

注：金融科技及企业服务业务自2019年起单独成项，之前列入其他收入。

2. 腾讯金融科技：商业支付迎来提价周期，金融科技业务稳健增长

金融科技与企业服务业务 2019Q1 起收入单列。自 2019Q1 起，腾讯控股开始在财务报告中单独披露“金融科技及企业服务”这一新分部，将金融科技业务与云服务业务产生的收入由“其他”中拿出。根据公司 2019 年一季报，“金融科技及企业服务”具体包括：(a) 过往归类于“其他”业务分部下的支付、理财及其他金融科技服务；及(b) 过往归类于“其他”业务分部下的云服务及其他面向企业的活动（例如智慧零售）。变更之后，“其他”业务分部现时包括投资、为第三方制作与发行电影及电视节目，内容授权，商品销售及若干其他活动。

图 12：2014 年-2020 年金融科技与企业服务业务营业收入

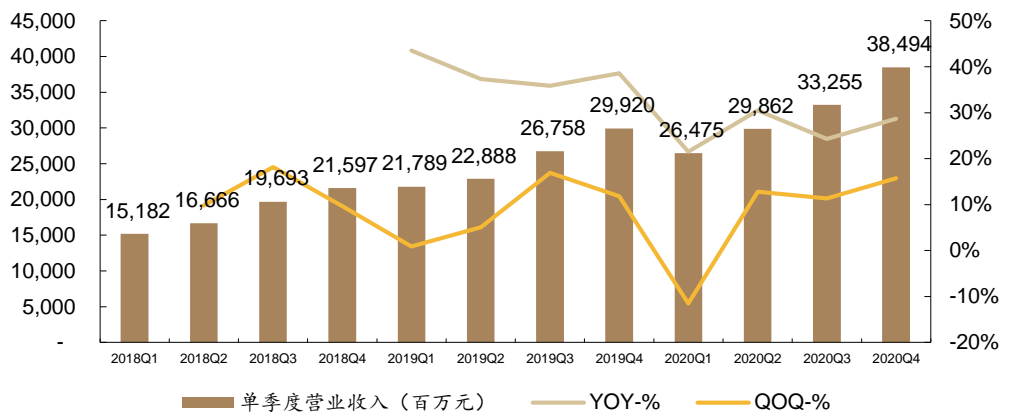


资料来源：公司公告，德邦研究所

注：2014年-2017年为“其他”业务营业收入，2018年-2020年为年报披露数据整理。

备付金集中缴存及疫情造成波动，整体收入仍处于高速增长轨道。2018年7月至2019年1月，第三方支付机构备付金集中交存比例在半年时间内快速提升至100%，并且直到2019年7月，这部分原先可以产生利息收入的备付金不再产生利息收入，影响了2019Q1&Q2收入增长。另一方面，2020Q1居家隔离期间，线下支付收入骤减，云业务项目交付停滞，收入出现较大幅度环比下降。除此之外，该业务的环比收入增速保持在10%-20%区间，仍处于快速增长轨道。

图 13: 2018Q1-2020Q4 金融科技与企业服务业务营业收入

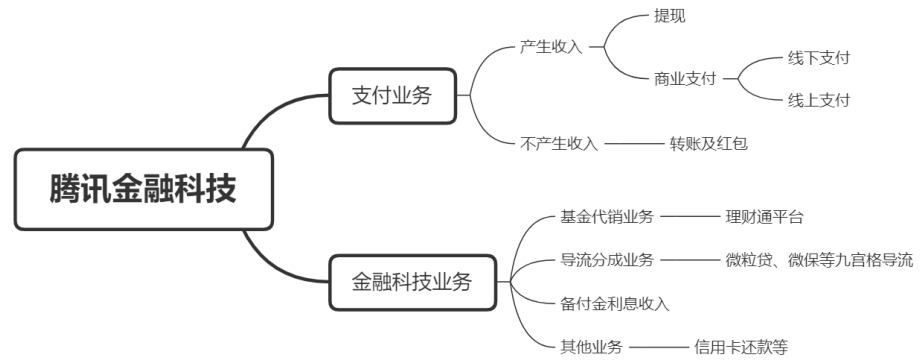


资料来源：公司公告，德邦研究所

腾讯金融科技具体又可以分为支付业务和金融科技业务。由于微信支付业务属于微信事业群，因此我们将其与其他的金融科技业务分列，将腾讯金融科技分为支付业务和金融科技业务两大板块。

支付业务又可以具体分为红包转账业务、提现业务、商业支付业务三个部分。其中商业支付业务可以继续的细分为线下支付、线上支付两个部分。另一方面，金融科技业务主要包含基金代销业务、导流分成业务以及备付金产生的利息收入。基金代销业务由全资子公司腾安基金以理财通平台为基础开展；导流分成业务主要为联营公司微众银行的消费贷产品微粒贷进行导流，收取分成收入；备付金产生于支付业务，但是由于第三方支付牌照由财付通持有，因此将其归入金融科技业务。

图 14: 金融科技业务树



资料来源：德邦研究所绘制

年报分析：商业支付是金融科技业务主要收入增长引擎。通过对腾讯控股2015年-2020年年报信息汇总，可以梳理出腾讯对于自身的金融科技业务增长动力的判断。从中我们可以看出，金融科技业务的营业收入高速增长时期，与商业支付交易量快速提升时期重合。且在2020Q1疫情居家隔离期间，线下商业支付在一段时间中受抑制，导致一季度出现营业收入-12%的环比下降。因此，商业支付的增长是金融科技业务收入增长的主要引擎。

表 2：2015 年-2020 年年报对金融科技业务增长因素的描述

年报	描述
2015	春节红包数激增，取消转账手续费增设提现手续费，鼓励使用零钱
2016	商业支付交易量迅速增长
2017	商业线下交易量翻倍；理财通资产管理规模达 3000 亿元；微粒贷贷款余额超 1000 亿元
2018	商业支付占交易量超过一半，支付活跃用户同比增长强劲，用户的交易频率及每笔交易金额也有所增加；理财通资产规模超 6000 亿元；微粒贷贷款余额快速增长
2019	商业支付加强在线下商户的渗透，巩固在移动支付服务的领导地位；理财通资产规模同比增长超过 50%；微粒贷贷款余额快速增长
2020	商业支付垂直领域日活增加，频率上升，商业手续费率保持稳定；理财服务的客户资产保有量同比增长稳健

资料来源：公司公告，德邦研究所整理

2020 年支付业务收入约占腾讯金融科技收入的 86%。以公司财报披露口径，金融科技业务与云服务业务收入是合并披露的，但公司会间断的披露云业务的收入情况，因此我们可以依据这一数据推算出金融科技业务的收入。

2019 年公司云服务业务收入为 170 亿元，而公司 2020 年未披露云服务收入。但根据 IDC《全球及中国公有云服务市场（2020 年）跟踪》，中国云服务市场 2020 年整体同比增速为 49.7%，由于公司是国内头部的云服务厂商，我们假设其 2020 年云业务同比增长 50%，实现营业收入 255 亿元。

2020 年公司金融科技与云服务业务共实现营业收入 1281 亿元，减去云服务业务收入 255 亿元后，得到金融科技业务收入为 1026 亿元。根据下文的分析，我们依靠公开数据进行合理推测，得出 2020 年备付金收入约为 21 亿元，理财通基金代销收入约为 62 亿元，微粒贷导流收入约为 57 亿元，因此金融科技业务 2020 年总收入约为 140 亿元。进而可以推算出支付业务 2020 年收入约为 886 亿元。

表 3：2020 年金融科技与企业服务业务细分收入测算

	营业收入 (亿元)	占比-%
腾讯金融科技	1026	80%
支付业务	886	69%
金融科技业务	140	11%
备付金利息	21	2%
理财通平台基金代销	62	5%
微粒贷广告导流	57	4%
云服务业务	255	20%

合计：金融科技及企业服务	1281	100%
--------------	------	------

资料来源：公司公告、《全球及中国公有云服务市场（2020 年）跟踪》，德邦研究所

2.1. 支付业务：市场格局相对稳固，疫情恢复后商业支付费率拐点将至

支付业务在金融科技业务中有着举足轻重的地位，其收入和毛利率的变化将会极大的影响整个金融科技业务的收入数量和质量。因此在这一章节中，我们对支付业务的发展历史、收入构成、成本构成，以及其费率提升影响进行了深入的挖掘和探讨。

2.1.1. 支付业务历史：移动支付打破单一支付场景依赖，稳态市占率差距缩小

腾讯金融科技始于财付通。财付通平台上线于 2005 年，2006 年 8 月财付通支付科技有限公司作为腾讯全资子公司成立，布局当时尚处于 PC 时代的第三方支付市场。2011 年，财付通等 27 家第三方支付公司获得央行颁布的首批《支付业务许可证》。随着微信 2011 年的上线，财付通与微信团队合作，于 2012 年开发并上线了微信支付。紧接着，2014 年与 QQ 团队推出了 QQ 钱包，加上 2014 年发布的互联网理财产品“理财通”，腾讯金融科技的基础基本成型。随着 2014 年春节微信红包上线和爆发，2015 年财付通整体业务升级为“腾讯支付基础平台与金融应用线”，并于 2018 年正式品牌升级为“腾讯金融科技”。

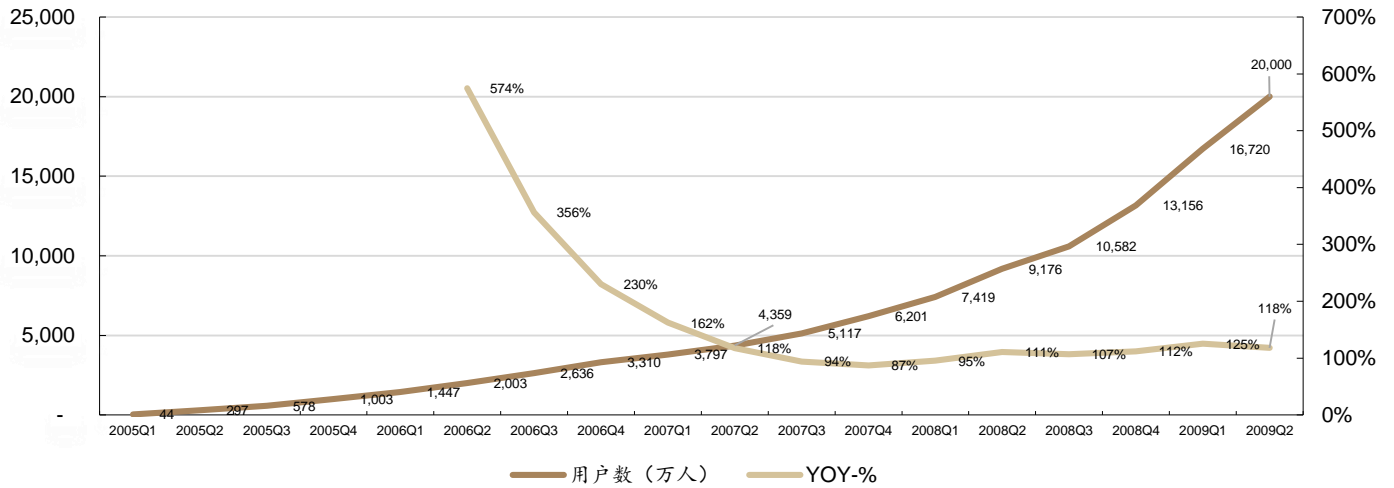
表 4：财付通重要事件年表

时间	事件
2005.1	财付通平台正式运行
2006.08	财付通支付科技有限公司成立
2009.03	中国互联网支付市场份额达 20%，并推出手机支付服务
2009.07	召开“会支付，会生活”发布会
2011.05	率先获得《支付业务许可证》，当选中国支付清算协会常务理事单位
2012.04	获得基金支付牌照
2013.08	与微信团队联合研发，推出“微信支付”
2014.01	与 QQ 团队联合研发，推出“QQ 钱包”，同期发布互联网理财产品“理财通”
2014.02	支持“微信红包”发布，形成第一波红包热潮
2015.09	FiT 正式成立，业务升级为“腾讯支付基础平台与金融应用线”，简称“FiT”
2016.06	腾讯移动支付市场份额达到 38.3%，日均支付笔数超过主要竞争对手
2018.09	FiT 业务线品牌升级为“腾讯金融科技”
2018.1	微信香港钱包实现“双向跨境支付”功能
2019.01	财付通全面实现支付请求 100%通过网联、银联清算机构合规处理

资料来源：财付通官网，德邦研究所

PC 时代：第三方支付依赖电商平台提供支付场景。1998 年成立的 PayPal 的前身 Confinity，在 2000 年与马斯克旗下的 X.COM 合并后于 2001 年正式改名 PayPal。2002 年 10 月，已成为全球最大的拍卖网站的 eBay 以 15 亿美元的价格收购将其收购，直到 2009 年被支付宝超越，其一直是世界最大的第三方支付平台。1999 年成立的北京首信和上海环迅是中国最早的第三方支付企业，但是由于电子商务在中国的缓慢发展，其影响力一直不大。2003 年淘宝网创建，并于 10 月首次推出了支付宝服务，使用第三方担保交易模式解决交易资金安全问题，2009Q2，支付宝注册用户数突破 2 亿，正式超越 PayPal 成为规模最大的第三方支付平台。

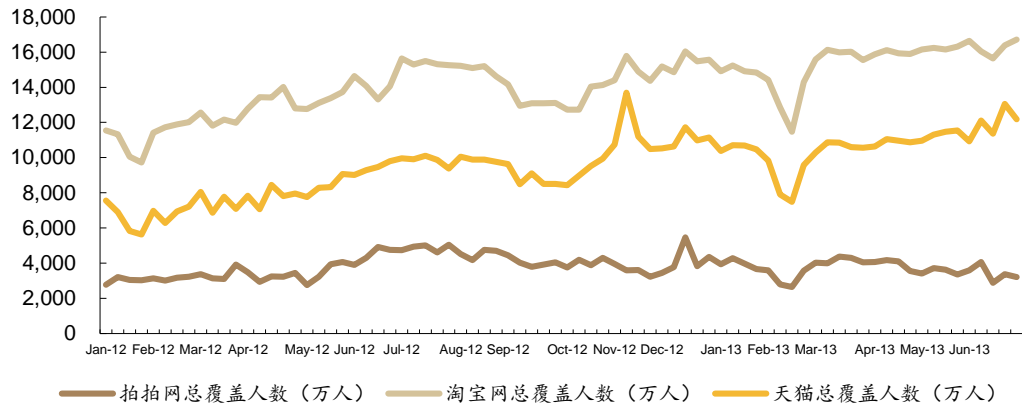
图 15：支付宝注册用户数突破 2 亿，超越 PayPal 成为全球规模最大的第三方支付平台



资料来源：北京正望咨询有限公司，德邦研究所

2005年9月12日，腾讯拍拍网上线。一个月后，与之配套的在线支付工具财付通上线运营，但此后拍拍网未能在与淘宝网的竞争中胜出。据中国电子商务研究中心报告，截至到2013年6月，淘宝集市占整个C2C市场的95.1%，腾讯拍拍网仅占4.7%。

图 16：2012年1月-2013年6月腾讯与阿里电商平台总覆盖人数对比



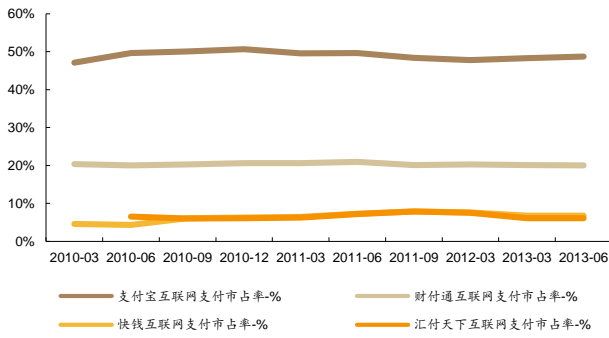
资料来源：中国互联网信息中心，德邦研究所

在这一时期，第三方支付平台主要发挥支付工具的功能，满足电商平台和生活服务的支付需求，而生活服务支付功能可复制性强，因此满足电商平台的支付需求是第三方支付平台的核心竞争点。进而，在这一时期，第三方支付平台的强弱与其背靠的电子商务平台有较强的相关性：电商平台为的支付需求为第三方支付平台提供使用场景，同时第三方支付平台保证电商平台的使用体验，为电商平台带来更多的用户，创造更多的使用场景，以此形成一个难以被打破的正循环。

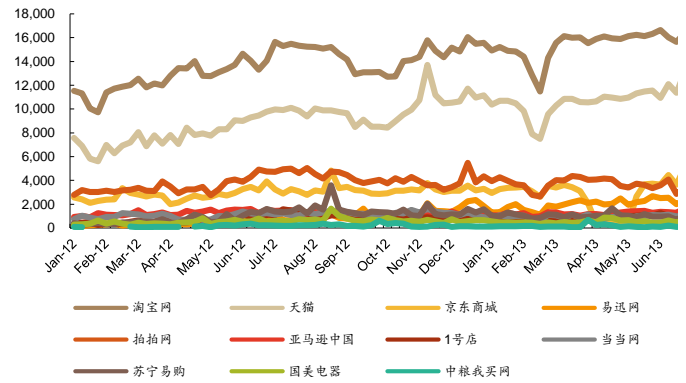
2010Q1-2013Q2，支付宝与财付通在第三方平台互联网支付的合计市场占有率接近70%，两者分列第一第二，而同期淘宝网+天猫与拍拍网的总覆盖人数同样分列第一第二。在这一时期，电商平台格局已定，财付通就难以打破第三方支付平台与电商平台之间的正循环，获得市场占有率的突破。

图 17：2010Q1-2013Q2，支付宝与财付通第三方平台互联网支付市占率

图 18：2010Q1-2013Q2，同期主要电商平台的总覆盖人数（万人）



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所



资料来源：中国互联网信息中心，德邦研究所

微信支付：三板斧之一，助力微信商业化。2011年1月，微信1.0版本正式上线。作为即时通讯产品，微信满足互联网中最为底层和基础的需求，即信息的传递。而微信使用了一个封闭的系统（不与其他IM产品互通）满足这一广泛存在的需求，实现了用户数快速增长，2013年二季度微信与Wechat的合并月活数达到2.35亿。2013年8月微信发布5.0版本，上线游戏中心、微信支付、表情商店三大意图开始微信商业化的产品。

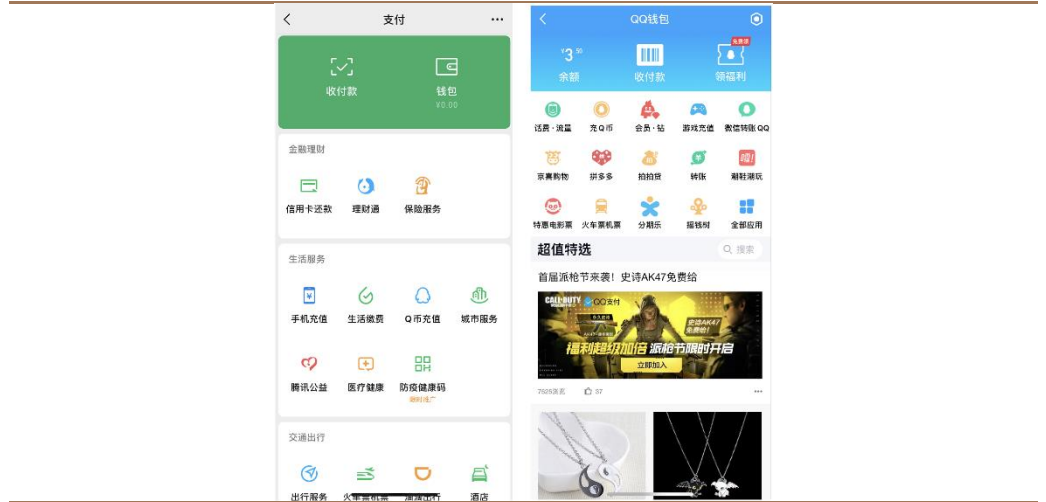
表 5：微信历次重要版本更新时间

上线时间	版本	主要功能
2011.01	1.0	文字、图片消息
2011.05	2.0	语音消息
2011.08	2.3	附近的人
2011.10	3.0	漂流瓶、摇一摇
2012.04	4.0	朋友圈、公众号
2012.07	4.2	视频通话
2013.02	4.5	使用扫一扫，可以扫描二维码
2013.08	5.0	游戏中心、微信支付、表情商店
2014.10	6.0	支持小视频
2015.01	6.1	微信红包
2017.01	6.5.3	小程序
2019.07	7.0.5	多浮窗功能
2020.01		视频号启动内测
2020.12	7.0.20	微信豆上线
2021.01	8.0	直播改版，浮窗管理器

资料来源：德邦研究所整理

移动QQ钱包：PC时代体系升级，移动支付“两条腿走路”。2014年1月及4月，腾讯分别上线安卓系统与iOS系统手机QQ钱包移动支付平台。与微信支付不同，手机QQ钱包沿用原先电脑端QQ钱包财付通的账号体系，对Q币账户、财付通账户、已绑定银行卡进行了整合管理，本质是对PC时代QQ+财付通体系的一次移动化升级。至此，依托于QQ、微信两大即时通讯产品和他们自带的流量基础，腾讯完成了第三方移动支付市场的“两条腿走路”布局。

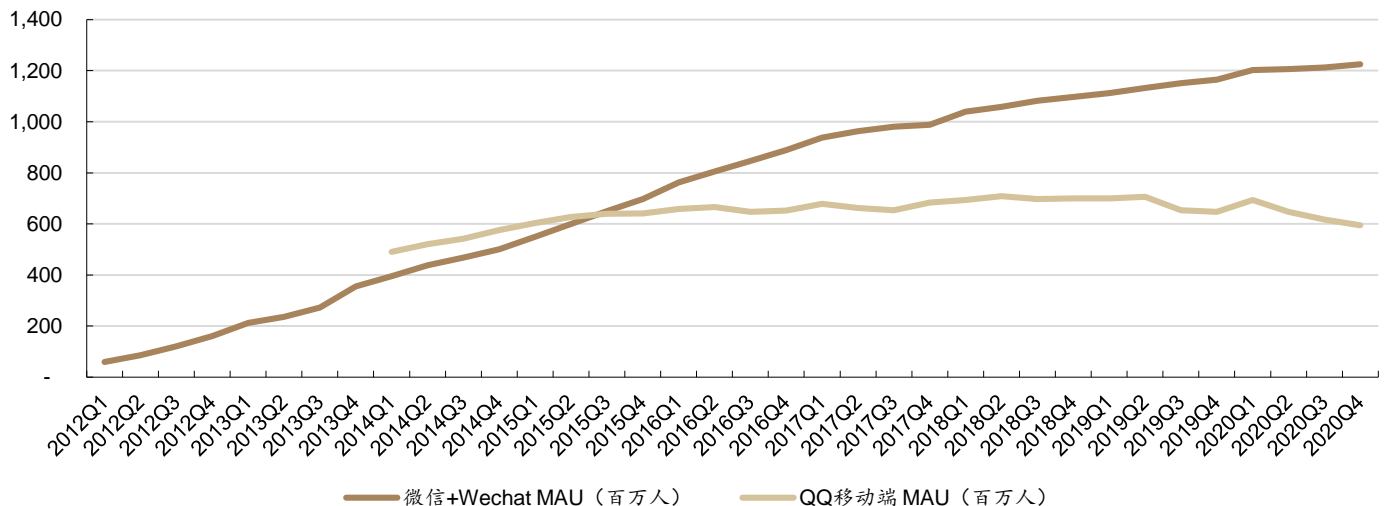
图 19：微信支付与移动QQ钱包



资料来源：微信、移动 QQ，德邦研究所

依托微信、QQ 庞大流量，财付通在第三方移动支付市场占有率持续提升。2011 年 5 月，中国人民银行向财付通等 27 家移动支付公司颁发第一批《支付业务许可证》，此后又陆续颁布了 200 余张。而无论是微信还是 QQ 都不是第三方支付平台，不具有获得许可证的可能性，只能提供支付的具体使用场景，其基础支付能力支撑和底层技术支持是由财付通完成的。

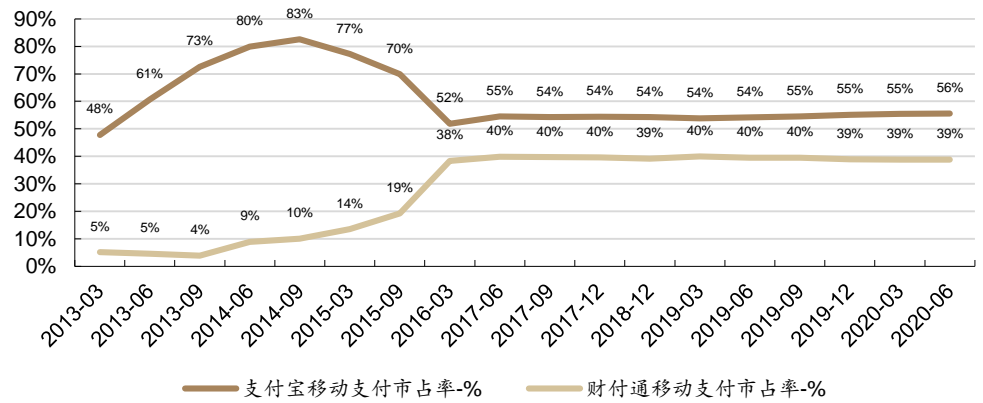
图 20：2012Q1-2020Q4 微信及移动 QQ 的 MAU 情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

根据艾瑞咨询数据，截至 2013 年 6 月，财付通占中国第三方移动支付交易规模市场份额 5%，同年 8 月微信支付上线，次年 1 月移动 QQ 钱包上线，6 月市场占有率达到了 9%，此后一路快速提升，2016 年 3 月达到 38%后，第三方支付市场格局进入稳定期。2020 年 6 月，支付宝贡献了移动支付市场 55.6%的交易规模，财付通贡献了 38.8%，两者合计贡献了超过 94%的移动支付交易规模。

图 21：2013 年 3 月-2020 年 6 月支付宝与财付通在移动支付市场的市占率

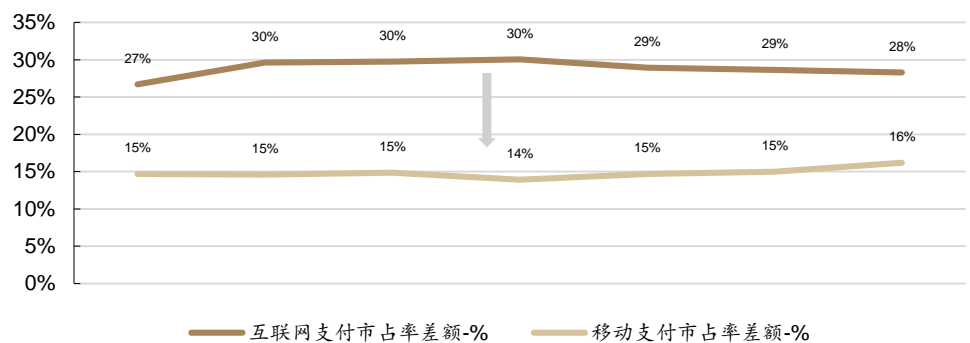


资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

注：由于数据并未按季度依次披露，2013Q4、2014Q1、2014Q4、2015Q2、2015Q4、2016Q2-Q4、2017Q1、2018Q1-Q3 数据缺失。数据不连续可能引起斜率的可靠度减低，但仍然可以说明整体趋势。

移动支付摆脱 PC 时代对电商平台提供使用场景的依赖，稳态市场占有率差距缩小。移动支付相较于 PC 时代的第三方支付平台具有更广泛的使用场景，摆脱了对电商平台提供使用场景的依赖，电商平台强弱对第三方支付平台强弱的决定能力下降，加之微信和 QQ 提供的流量优势，财付通与支付宝稳态市占率平均差距从互联网支付时期的 29%，下降到了在移动支付时期的 15%。

图 22：支付宝与财付通在互联网支付与移动支付稳态期市占率差额比较



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

注：互联网支付稳态期选择 2010Q1-2011Q3；移动支付稳态期选择 2017Q2-Q4、2019Q1-Q4，因 2018 年数据缺失。

2.1.2. 支付业务的收入构成及利润来源：商业支付贡献主要部分

支付业务的流水主要由红包转账、零钱提现业务及商业支付贡献，而其收入主要由两个部分构成：零钱提现业务、商业支付业务的手续费收入。红包及转账业务不产生收入，但会负担成本。

零钱提现业务本质为跨行转账，意为引导用户使用零钱，进而降低支付业务的大盘成本。零钱提现目前的收费方式是每一用户享有 1000 元的免费提现额度，超过后提现的手续费为 0.1%。

由于零钱提现的本质是用户银行账户与微信支付备付金账户的跨行转账，我们可以将其手续费与跨行转账手续费进行对比：在 5000 元以下略低于在柜台进行转账的手续费，而在 5000 元以上略高于银行柜台的转账手续费。而柜台费率是银行转账最高的手续费率，通过银行 app 进行跨行转账甚至是不收取手续费用的，因此提现业务的手续费相对较高。

但是与其同样产生手续费的商业支付费率（标准费率>0.6%，实际费率>0.2%）相比，零钱提现业务并不能带来可观的收入，却要负担跨行转账的发卡行手续费成本。因此，对零钱提现进行相对高收费并不是为了获取毛利润，而是为了引导用户使用零钱进行支付的习惯，进而降低商业支付业务的成本（因为使用零钱进

行支付成本低于绑卡支付)。

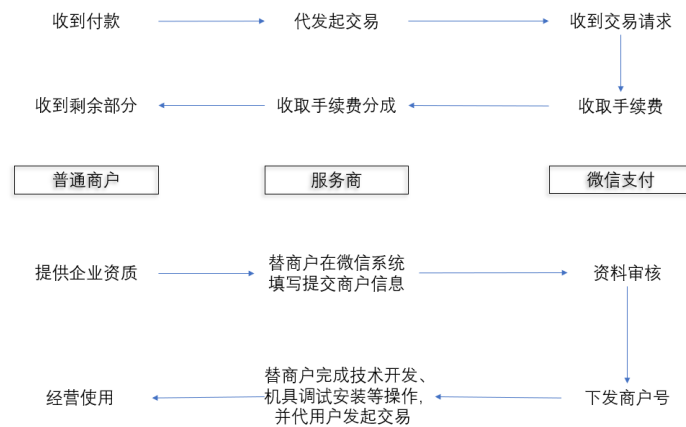
综上所述，由于提现业务的收入无论在量和质上都不及商业支付，支付业务的主要收入贡献和利润来源均为商业支付。

2.1.3. 商业支付的实际费率：线上支付实际费率高于线下支付

商业支付的接入方式分为直连模式和服务商模式。直连模式，商户自行申请入驻微信支付，无需服务商协助，信息、资金流直接在微信支付与直连商户之间流通。

服务商具体又可以分为地推和技术开发商，充当商户与微信支付之间的中介，并代商户发起支付，获得支付手续费分成，通过服务商开通微信支付的商户被称为特约客户。相对于直连模式，服务商模式可以在微信支付商业版规模提升后保证商户的使用体验，在微信支付商业版的推广中起到了重要作用，因此也享有了较好的返佣补贴。

图 23：服务商、商户与微信支付关系



资料来源：德邦研究所绘制

官方费率作为价格上限，补贴调价确定实际费率。官方支付手续费率体系为 0.6%-1.0%，其中实物商品和线下服务为 0.6%，虚拟商品和线上服务为 1.0%，这也是商户直连微信支付的费率^[1]。实际中，由于服务商可以给予其开发的特约商户优惠费率，以及线上的大型电商平台（例如拼多多、京东、美团）可以获得微信官方协议费率，官方定价更类似于一个价格上限，事实上的支付费率低于这一标准。由于支付业务仅确认扣除服务商返佣的收入，因此对于服务商的具体奖励政策决定了实际支付手续费率。

服务商奖励政策分为基础奖励和特殊行业奖励，大盘实际费率主要由基础奖励方式决定。对服务商的奖励分为基础服务奖励和行业服务（高速、加油、酒店、零售等等）奖励，基础服务奖励默认获得，行业奖励通过提交行业服务奖励报名获得，但二者不能同时兼得。此外，微信支付还不定期针对不同的场景提供额外的活动奖励，比如餐饮场景绿洲计划、停车场景绿荫计划等。

目前基础奖励以 0.2% 为分界线。服务商可以为商户的除了 H5、App 以外的线上线下支付开通最低为 0.2% 的费率，商家费率高于 0.2% 的部分为服务商的奖励返佣。^[2]

行业奖励逐步减轻，利润释放可期。以“绿洲计划”为例：2017 年，微信支付开始了针对非快餐类餐饮“绿洲计划”，对前 50 万名接入微信支付商业版的商户实施 0 交易手续费的政策，并且对相应服务商进行 0.2% 的补贴。此后“绿洲计划”经过多次调整，商家手续费由 0% 提升至 0.2%，服务商返佣由 0.2% 下降至 0.05%。根据移动支付网新闻，“绿洲计划”（后改名为“智慧餐厅”）将于 2020

年 9 月 30 日起结束 [3]。

线下支付标准费率为 0.38%，实际确认收入部分约为 0.2%。由于目前服务商可以为所有的线下商户降低支付费率，最低为 0.2%。考虑到目前线下标准支付费率为 0.38%，基础奖励以 0.2% 为分界线，而支付业务最终确认收入部分扣除了对于服务商的返佣，因此目前线下商业支付确认收入的实际费率约为 0.2%。

线上支付标准费率为 0.6%，实际确认收入部分高于 0.2%，利润率高于线下支付。目前线上支付的标准费率是 0.6%。服务商对于线上支付的影响力显著减低，因为其只能为其特约商户降低公众号、小程序、企业微信三种线上入口产生的费率至 0.2%，而不能降低 App、H5 页面的支付费率。

另一方面，线上入口接入了大量的直连商户，例如小程序中的麦当劳。这一部分直连商户的支付费率是与微信支付 Case by Case 确定的。虽然部分直连微信支付的电商平台（例如拼多多）可以获得优惠费率，但这一优惠费率并不会低于 0.2%：根据腾讯与拼多多 2018 年 2 月签署的战略合作协议，拼多多使用微信支付的费率“不高于（微信支付）向第三方收取的支付解决方案的正常费率。”，结合微信支付对服务商的基础奖励方式，我们推测这一费率目前应该接近于 0.2%。因此，线上支付实际确认收入的费率是高于 0.2%，利润率显著高于线下支付。

[1] <https://kf.qq.com/faq/140225MveaUz1501077rEfql.html>

[2] <https://developers.weixin.qq.com/community/develop/article/doc/0008a649fc893098378bee83951c13>

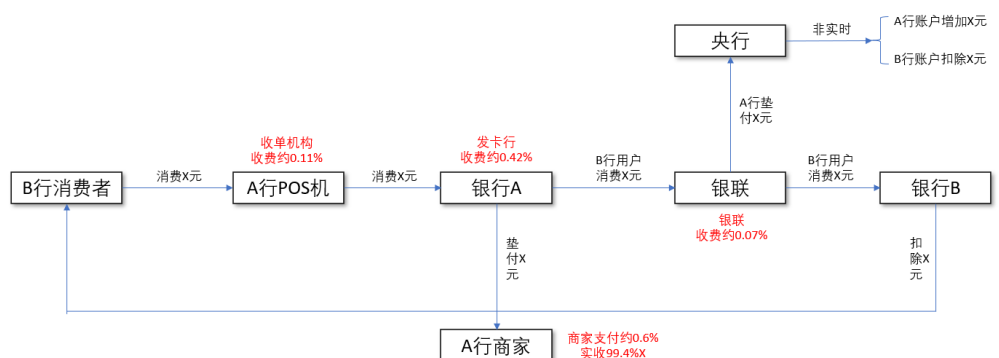
[3] <https://m.mpaypass.com.cn/news/201912/16090214.html>

2.1.4. 支付业务流程拆解及成本构成：网联模式下成本来自发卡行结算费用、网联的清算费用以及网关费用等其他手续费

在具体分析支付业务的成本情况前，我们首先对其背后的支付流发展历程进行了拆解，进而我们可以归纳出支付业务的成本来源。

刷卡支付时代，手续费主要由收单机构、发卡行和银联收取。考虑最为复杂的跨行支付、清算、结算过程：持 B 行卡消费者在 A 行开户的商家处消费 X 元，通过 POS 机进行刷卡支付，A 行垫付 X 元至商家账户，完成支付过程；A 行将垫付、支付信息转送至银联处，开始跨行清算过程，银联再将支付信息转送至 B 行处，B 行进行扣款并将扣款信息返送至银联，银联汇总垫付及扣款信息，向央行发起清算指令，结束清算环节；央行收到银联清算指令，对 A 行、B 行在央行账户进行非实时的结算，完成结算过程。在这一过程中，收单机构（银行的乙方，负责开拓商户）收取 0.11% 手续费，商户开卡行收 0.42% 手续费，银联收取 0.07% 手续费，三者合计约 0.6%。这一部分由商家支付，因此商家实收 99.4% X 元。

图 24：刷卡支付、清算、结算流程及手续费分布

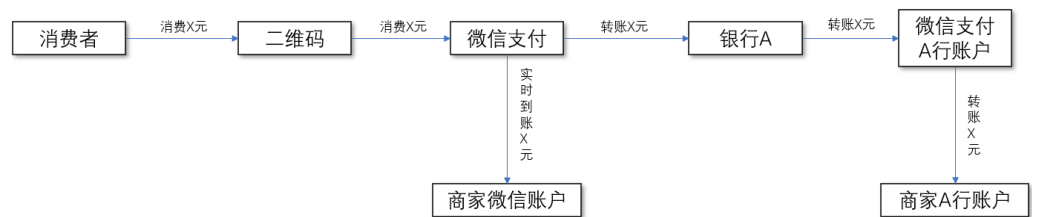


资料来源：移动支付网，德邦研究所绘制

早期微信支付替代了在 POS 机刷卡的部分支付环节。商业支付主要分为两种形式：1) 通过零钱支付；2) 绑定银行卡支付。首先，无论哪种，商家开通微信的商业支付时需要绑定收款银行卡，假设其开卡行为 A 行；其次，微信支付在若干银行，包括 A 行开设托管账户，用于存放用户“零钱”。

首先考虑使用余额支付：消费者通过线下扫码消费 X 元，微信支付在收到消费信息后，直接向商家微信账户实时转账 X 元，并且向 A 行发送转账指令，由其在 A 行的托管账户向商家在 A 行的账户转账 X 元，完成整个支付过程。本质是同行转账，这一过程不产生手续费。

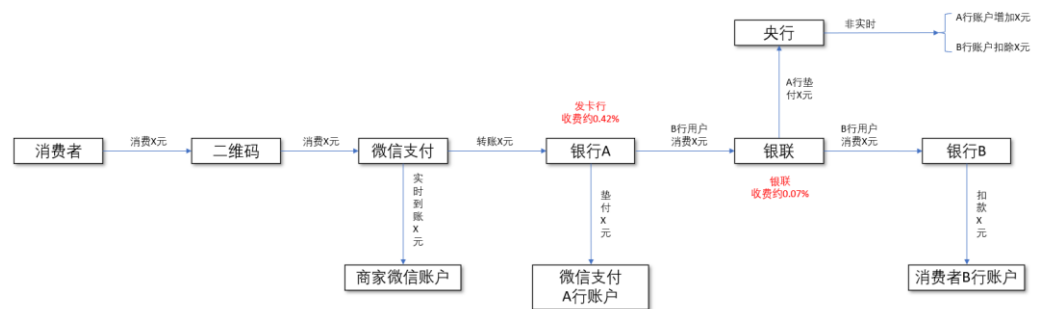
图 25：“断直连”前的余额支付流程



资料来源：德邦研究所绘制

其次考虑使用微信支付所绑定的银行卡进行商业支付：消费者线下扫码完成支付，微信支付收到消费信息后，直接向商家微信账户实时转账 X 元，并且发起一个跨行转账指令，因此这一过程会产生手续费。同理信用卡还款和零钱提现，只要产生跨行业务，都会产生手续费。

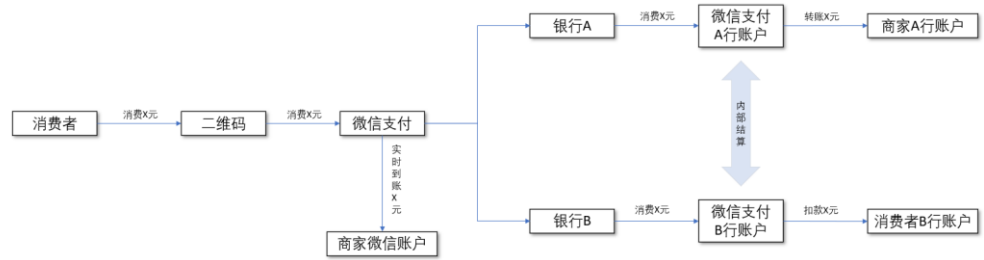
图 26：“断直连”前的绑卡支付流程



资料来源：德邦研究所绘制

微信支付“直连银行”规避银联手续费，造成监管缺失。在这样的情况下，微信支付可以在各个商业银行开通托管账户，将原本转账、绑卡商业支付、提现等跨行转账，转变为对应行的代管账户和使用者账户之间的同行转账，进而可以规避跨行转账的手续费成本，这边是所谓的“直连银行”。但是直连银行需要微信支付在各行中的托管账户中有足够多的存量资金（即用户的“余额”），因此微信支付自 2016 年 3 月 1 日起，改变了手续费收取方式：C2C 转账不再收取手续费，转而对零钱提现收取手续费。收费政策的改变，会直接的引导使用者将更多的钱放在零钱中，使得微信支付直连银行成为现实，从根本上解决手续费成本过高的问题，并且培养了用户使用余额的习惯，客观上促进了货币基金的销售。

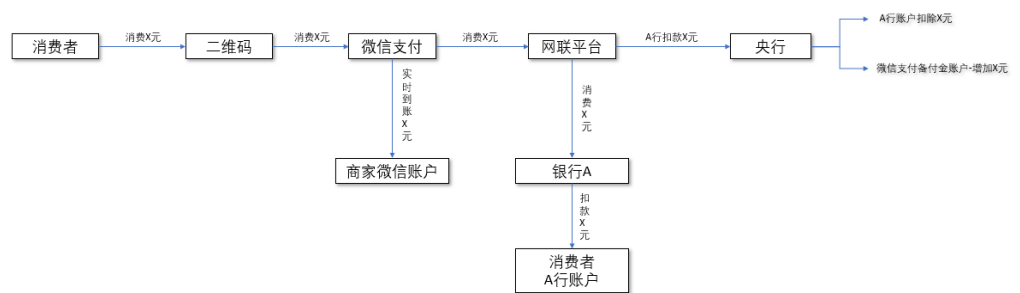
图 27: 微信支付直连银行



资料来源: 德邦研究所绘制

“断直连”并且集中缴存备付金后，“间联模式”下成本来自发卡行结算费用、网联的清算费用以及网关费用等其他手续费，绑卡支付成本高于零钱支付。2019年1月起，第三方支付机构的备付金集中交央行管理。由于零钱的集中上交央行，微信支付在各行开设的备付金托管账户不再可用，绑卡消费一定会涉及到跨行转账、清算、结算业务，进而产生发卡行结算费用、网联的清算费用以及网关费用等其他手续费三块成本；而以零钱进行的商业支付，则只是备付金在不同虚拟账户中的周转，不会产生发卡行结算费用，只会涉及到网联的清算费用以及网关费用等其他手续费两块成本。因此，绑卡支付的成本略高于零钱支付。

图 28: “断直连”后绑卡支付流程



资料来源: 德邦研究所

图 29: “断直连”后余额支付流程

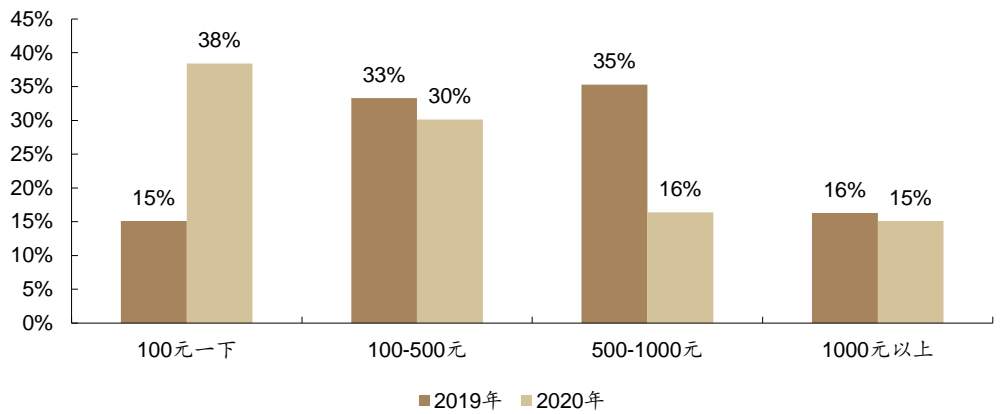


资料来源: 德邦研究所

2.1.5. 下沉市场具有先发优势，整体市场格局相对稳定，疫情恢复后费率拐点将至

第三方支付市场小额支付特点逐步显现。2020年相比2019年，500-1000元单次支付金额占比显著下降，100元以下单次支付金额占比显著提升，成为占比最大的单次支付金额区间。支付价格分布由100-1000元中额支付较多，转换为100元以下占比最多，随着支付额度上升占比逐步下降。

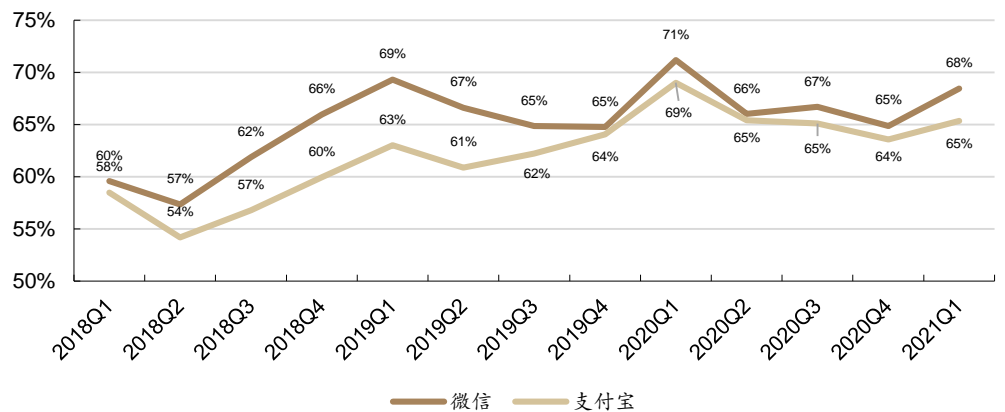
图 30: 2019、2020 年移动支付市场单次支付价格结构对比



资料来源：中国支付清算协会《2020年移动支付用户问卷调查报告》，德邦研究所

下沉市场贡献微信、支付宝2018年至今的主要增量活跃用户。2018Q1至今，微信及支付宝下沉市场新增用户占比均超过50%。2020年全年来看，微信、支付宝下沉市场新增分别为67%、66%。另一方面，QuestMobile数据显示，截止到2020年10月，下沉用户占据中国移动互联网大盘的58%（6.69亿）。因此，相对于一二线城市，三线及以下的下沉市场贡献了微信、支付宝近期主要的增量活跃用户。

图 31：2018Q1-2021Q1 下沉市场新增占比



资料来源：极光大数据，德邦研究所

微信具有下沉市场覆盖的先发优势。在2019Q3之前，微信在下沉市场的新增用户数较大幅度的领先于支付宝，而在2019Q4至今，支付宝虽然实现了下沉市场新增用户数的反超，但是领先幅度较小，加之微信具有高于支付宝的留存率，因此过去四年微信在下沉市场的活跃用户占比持续的高于支付宝，并且在新增用户逆转后仍然保持领先，已经具有了在下沉市场覆盖的先发优势。

图 32：近三年下沉市场微信与支付宝新增用户情况

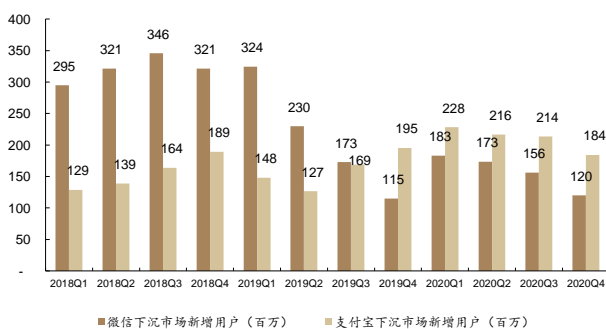
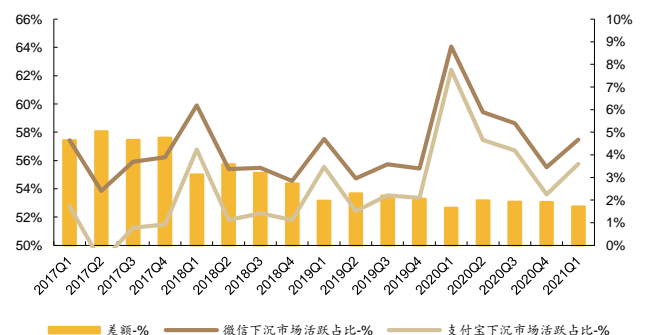


图 33：近四年下沉市场微信、支付宝活跃用户占比



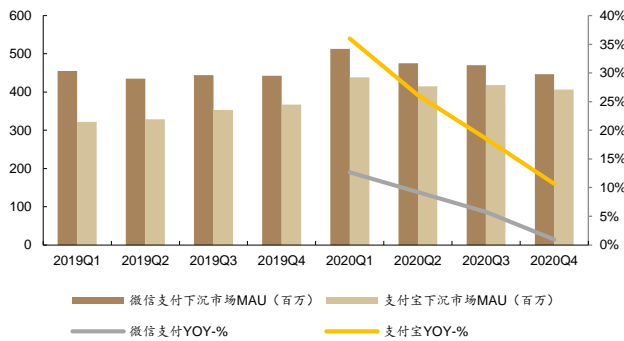
资料来源：极光大数据，德邦研究所

资料来源：极光大数据，德邦研究所

下沉市场支付软件 MAU 增长趋缓，竞争格局相对稳固。公司于 2019 年报披露了微信支付的 MAU 约为 8 亿，同期微信 MAU 约为 10 亿，因此微信支付在微信中的渗透率约为 80%，假设这一渗透率在 2020 年得到保持，结合微信、支付宝 MAU 数据和活跃用户的地域分布，我们可以估算出微信支付与余额宝分别的下沉市场 MAU。

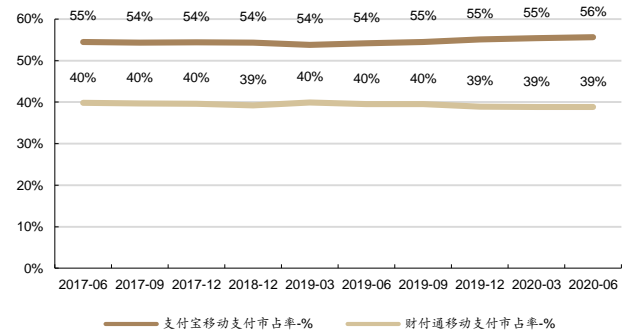
2020 年以来，两者 MAU 同比增速都处于下行区间，说明下沉市场覆盖率存量空间不大。另一方面，根据艾瑞咨询数据，微信支付及支付宝 2017 年至 2020 年 6 月市场占有率保持稳定，移动支付市场竞争格局相对稳固。

图 34：2019Q1-2020Q4 下沉市场 MAU 估算



资料来源：公司年报、极光大数据，德邦研究所

图 35：2017 年至今支付宝、财付通在移动支付市场的市占率



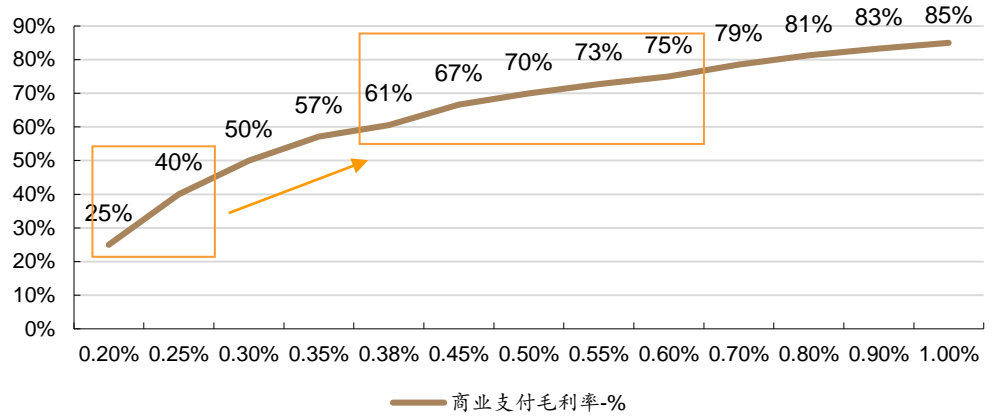
资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

疫情打断提价进程，支付费率拐点将至。2019 年微信支付也多次减少了“绿洲计划”的补贴力度，2019 年 12 月移动支付网信息^[4]显示“绿洲计划”原计划 2020 年 1 月 31 日结束，并且上调了餐饮行业的基础奖励临界费率。但由于疫情影响，微信支付推迟了绿洲计划的结束时间，仅关闭了绿洲计划的申请入口，而直到 2020Q3 都并未对存量商家提升费率。因为微信支付对商家补贴方式为给予服务商折扣申请权限，使服务商可以为商家申请一个持续到年底的支付费率折扣，因此随着疫情结束，2021 年有望成为微信支付提价的拐点年份。

毛利率以对数形式扩展，提价前期收入质量提升弹性大。商业支付的收入实质是实际费率与成本费率之间的差额，因此支付业务的毛利率可以写为 $\text{毛利率} = 1 - \text{成本费率} / \text{实际费率}$ 。实际费率提升带来的收入增量在成本费率不变的情况向，将全部转换为毛利润，进而在推高营业收入的同时提升毛利率。

此前对于服务商的基础补贴门槛最低为 0.15%，我们假设其为支付业务的成本费率，并且保持不变。因此我们可以根据实际费率与毛利率的关系绘制出商业支付的扩展路径，随着实际费率的提升，商业支付业务的毛利率将对数形式提升。在提升费率的前期，毛利率提升斜率较高，使得微信支付可以通过少量提价获得很强的毛利率弹性，提升收入质量的同时可以防止因为大量提价导致商户流失。如果按照线下 0.38%、线上 0.6% 的标准费率计算，线下、线上支付的毛利率分别可以达到 61%、75%。

图 36：商业支付毛利率的对数扩展路径



资料来源：德邦研究所绘制
注：横轴为实际费率

[4] <https://m.mpaypass.com.cn/news/201912/16090214.html>

2.2. 金融科技业务：稳定贡献毛利，智能投顾带来增长空间

金融科技业务的收入主要来自于三个部分：备付金产生的利息收入、理财通平台产生的基金代销收入、通过为微粒贷导流产生的收入分成。

2.2.1. 备付金收入稳定增长

与微信支付相关的备付金主要为“零钱”。央行出台的《支付机构客户备付金存管办法》将备付金定义为“支付机构为办理客户委托的支付业务而实际收到的预收待付货币资金。”由于微信支付业务的后端是由持牌的第三方支付机构财付通运营，以及根据《微信支付用户服务协议》对于零钱“实质为您委托财付通公司保管的、所有权归属于您的预付价值。”的描述，零钱应当归属于备付金。

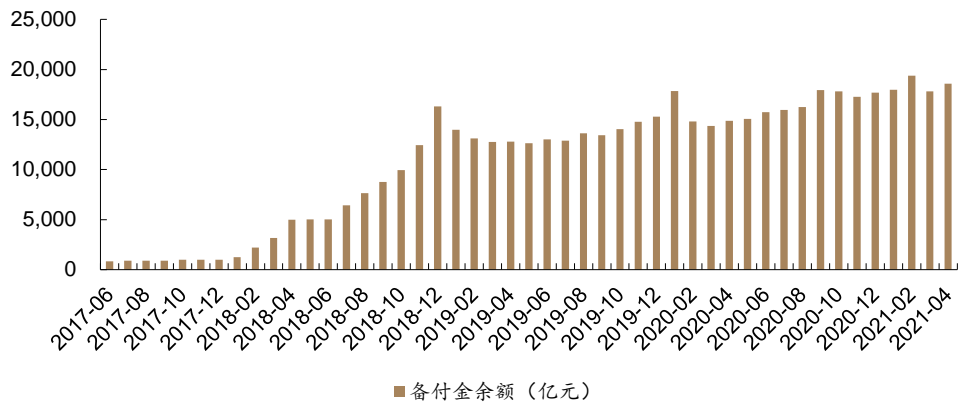
备付金集中存管，全市场存量规模近 2 万亿。2017 年 1 月，央行要求支付机构将客户备付金进行集中存管，比例由 2017 年 4 月的 20% 逐步提升至 2019 年 1 月的 100%。2019 年 1 月，集中存管的备付金余额达到了 1.3 万亿元，此后持续缓慢上涨，2021 年 3 月达到 1.78 万亿元。

表 6：第三方支付平台备付金集中存管比例

时间	第三方支付机构集中存管比例
2017.4	>20%
2018.4	>42%
2018.7	>52%
2018.8	>62%
2018.9	>72%
2018.10	>77%
2018.11	>82%
2018.12	>92%
2019.1	100%

资料来源：《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》，德邦研究所

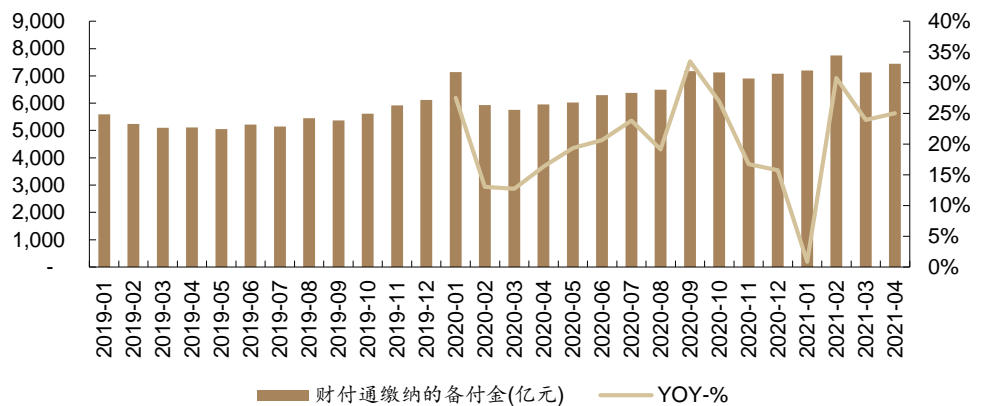
图 37：2017 年 6 月至 2021 年 4 月全市场集中存管的备付金余额



资料来源: 中国人民银行, 德邦研究所

目前财付通上交集中存管的备付金余额约为 7400 亿元。如前文所述, 备付金在直连银行时代存储在各银行的备付金专用存款账户, 并且会产生利息。由于 2016 年 3 月 1 日实施的提现收费政策鼓励用户使用零钱进行支付, 零钱余额保持了一个较大的基数。根据艾瑞咨询, 财付通在第三方移动支付中的交易金额市占率为 40%, 假设全市场的第三方支付产品余额支付比例相同, 我们就可以按照市占率大致推算出财付通集中存管的备付金余额: 由 2019 年 1 月约 5600 亿元逐步增长至 2021 年 4 月约 7400 亿元。

图 38: 财付通缴纳的备付金余额估算



资料来源: 中国人民银行, 艾瑞咨询, 德邦研究所

2019 年备付金集中存管带来近 60 亿毛利润损失, 央行分成时代未来稳定增长。自备付金集中存管开始至 2019 年 11 月, 上缴部分的备付金不产生利息收入。11 月起, 央行决定将第三方支付机构的备付金以 0.35% 的年利率按季结息, 但从其中计提 10% 作为非银行支付行业保障基金, 第三方支付机构可以按季度收到 90% 的利息分成。根据我们对财付通备付金余额规模的测算, 假设其线性增长, 且集中存管之前利息收入以理财货币基金年均 7 日年化收益率 3.912% 计算, 备付金的集中存管带来在 2019 年带来的利息收入损失约为 60 亿元。2020 年后由于备付金余额基数增长, 实际的利息收入回归稳定增长。由于微信的 MAU 增长已经放缓, 第三方支付市场格局稳定, 未来这一部分的利息收入基本上会以全市场备付金总额的增速上升 (2020 年+31.84%yoy)。

表 7: 2018-2020 年备付金收入测算

	2018	2019	2020
财付通备付金余额均值(亿元)	3688	5411	7134
实际年化利率-%	1.63%	0.05%	0.32%
利息收入(亿元)	60.1	3.0	20.9

资料来源: 德邦研究所

2.2.2. 理财通：基金代销业务高毛利率，智能投顾带来收入增量

理财通的起步：基金直销导流平台。2012年5月，财付通作为第三方支付平台，获基金支付牌照，使其可以完成基金销售支付结算业务。2014年1月，理财通正式上线微信支付，由于彼时腾讯尚未取得基金代销牌照，理财通采用为基金公司提供线上直销平台，并且使用财付通作为结算和支付的工具的业务模式，充分运用微信的入口作用，成为一个基金直销的导流平台，收取流量费用。

图 39：上线初期的财付通以及其接入的四家基金公司



资料来源：腾讯微博，德邦研究所

理财通的进化：第三方基金代销平台。2014年2月、2015年4月，腾讯两次入股好买财富，最终持股 28.26%，成为好买财富第一大股东，而好买财富于2012年便获得了证监会颁发的第一批独立基金销售牌照，入股好买财富使得腾讯间接获得了基金代销资格。此后，2018年1月，腾讯全资子公司腾安基金获得基金销售牌照，以腾讯理财通为基础代销基金产品，并进行基金的管理费分成。目前理财通平台主要作为腾安基金的网上平台，并在首页设好买专区为其进行导流。

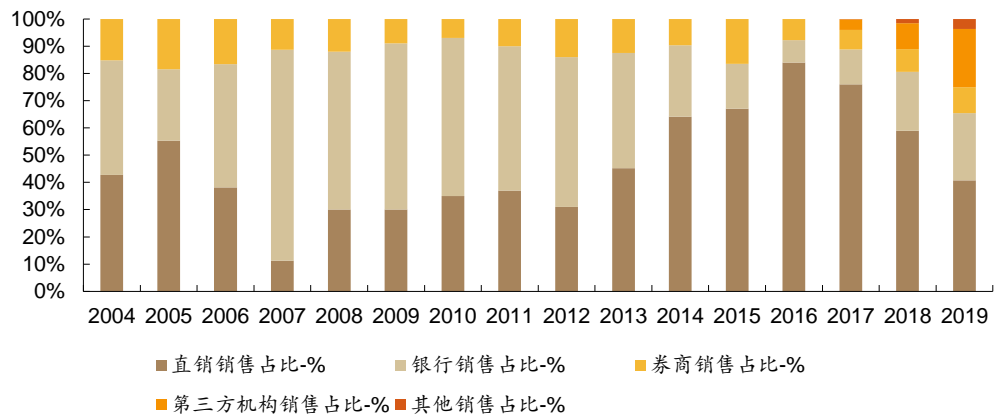
图 40：理财通目前主要作为腾安基金的网上平台，并设专区为好买财富导流



资料来源：理财通、腾讯理财通尊享版，德邦研究所

2017 年至今第三方代销机构基金销售渠道占比快速提升。基金销售主要通过直销和代销两种模式进行。代销具体又可以分为银行、券商、第三方基金销售机构三大类。2012年后随着互联网渠道的逐渐打通，基金公司借助互联网平台直销，交易量剧增，直销占比迅速提升。但 2017 年后随着监管趋严，对基金公司“直销代办”的叫停，通过第三方平台导流逐渐规范，直销占比下降，代销占比，尤其是第三方基金销售机构的占比快速提升(由 2017 年 4%增长至 2019 年 22%)。

图 41：2004 年-2019 年各基金销售渠道占比



资料来源：中国证券业协会，德邦研究所

第三方代销公司收入由手续费、尾随佣金、销售服务费三部分构成。其中手续费为一次性收入，具体可分为申购费与赎回费。基金代销公司与基金公司根据协议商定申购费与赎回费的分成比例，通常来说，申购费归代销公司而赎回费归入基金产品资产。若申购费全额归代销公司，代销公司可以自行决定这一部分的折扣。另一方面，尾随佣金与销售服务费则按日计提的长期收入。尾随佣金是基金管理公司收取的基金管理费的一部分，根据购买对象不同，代销公司可以对个人投资者购买的份额所产生的管理费进行最多 50% 的分成，机构投资者购买的份额所产生的管理费进行最多 30% 的分成。

在不考虑申购费情况下，销售混合型基金收入率最高，货币市场型基金收入率最低。根据 Wind 基金数据库，目前腾安基金销售公司共接入了 2831 支公募基金产品，平均管理费率为 0.98%，平均销售服务费率 0.12%。分类型来看，占比最多为混合型基金（48%），最少为另类投资基金（1%，主要为黄金、量化）；平均年管理费率最高为混合型基金，最低为债券型基金。由于理财通主要面向 C 端客户，我们假设其所有基金投资者皆为个人投资者；并且考虑到微信带来的流量（最高 MAU 的应用），我们假设理财通平台拥有极强议价权，可以顶格获得 50% 的基金管理费分成。因此，我们可以计算公司在销售某一类型的基金的收入率，结果显示，每销售一元基金产品，并且在一年内成为资产保有量，平均年收入率最高为混合型基金（0.74%），最低为货币基金（0.33%），最高为最低的 2.25 倍。

表 8：理财通接入基金产品情况

基金类型	数量	占比	平均年管理费率	平均年销售服务费率	平均年收入率 (不含申购费收入)
债券型基金	695	25%	0.48%	0.15%	0.39%
股票型基金	599	21%	0.94%	0.11%	0.58%
混合型基金	1364	48%	1.27%	0.10%	0.74%
货币市场型基金	58	2%	0.27%	0.19%	0.33%
国际(QDII)基金	94	3%	1.25%	0.07%	0.70%
另类投资基金	21	1%	1.02%	0.16%	0.67%
合计	2831	100%	0.98%	0.12%	0.61%

资料来源：Wind，德邦研究所

注：1.平均年收入率（不含申购费收入）=平均年管理费率*0.5+平均年销售服务费；2.Wind 基金数据库数据可能会滞后于实际数据，但是基金代销机构基本是在扩充自身的覆盖的基金产品范围，而 2831 支公募产品已经占全市场的 35%，加之全市场基金之间本来就会产生管理费率的竞争，因此基于该数据的结论可以认为是可靠的。

代销平台费率价格战，申购费率降至千分之一量级。基金产品的申购费用整体可以用货币基金和非货币基金来区分：货币基金不收取申购费用，非货币基金按照梯级定价收取申购费，最高费率档次（对应最低金额档次）申购费率约为 1%。2019 年随着基金代销平台的费率价格战，申购费率大幅降低。10 月起，腾安跟随天天基金、蚂蚁财富等头部平台，将非货币基金的申购费率降低至原价 10%，即约为 1%，并维持至今。

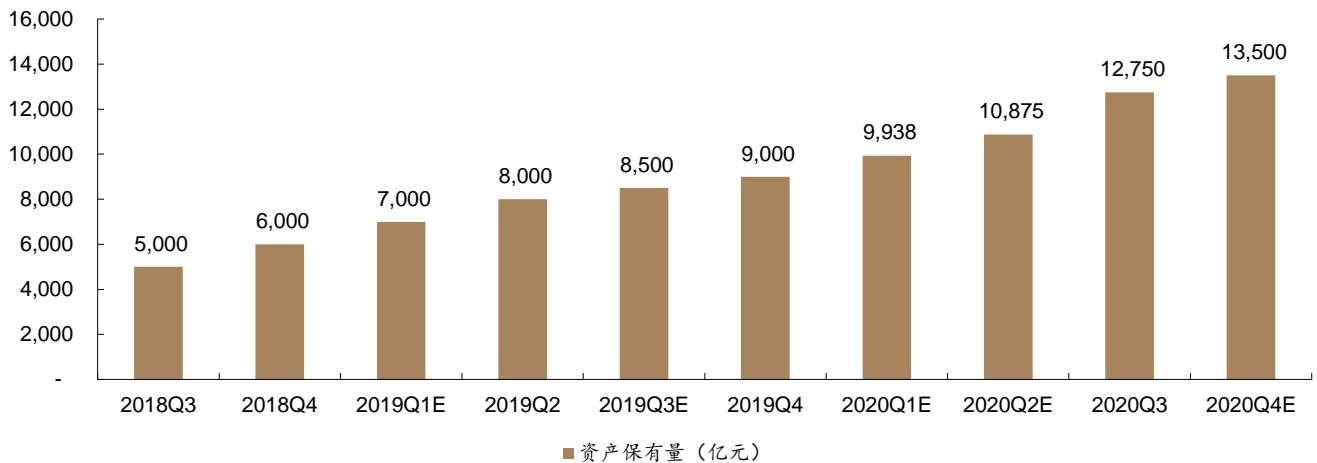
表 9: 理财通基金申购费率情况

基金类型	申购费率 (原价)	申购费率 (折扣后)
货币市场型基金	0%	0%
债券型基金	<0.8%	<0.08%
股票型基金	<1.2%	<0.12%
混合型基金	<1.2%	<0.12%
国际(QDII)基金	<1.6%	<0.16%
另类投资基金	<1.2%	<0.12%
非货币基金平均数		<0.12%

资料来源: Wind 基金数据库, 德邦研究所

低申购费率下, 申购费几乎不贡献收入。腾讯控股财报仅披露了 2018Q3、2018Q4、2019Q2、2019Q4 及 2020Q3 的资产保有量数据, 我们根据线性增长假设, 补齐了其中的空缺, 预计至 2020 年末, 理财通平台的资产保有量为 13500 亿元。因此, 2020 年理财通平台的资产保有量增量部分为 4500 亿元, 即使假设全部由非货币基金销售贡献, 这部分增量仅能提供 5.4 亿元收入, 对金融科技业务整体收入的影响几乎可以忽略不计。

图 42: 2018Q3-2020Q4E 理财通平台资产保有量



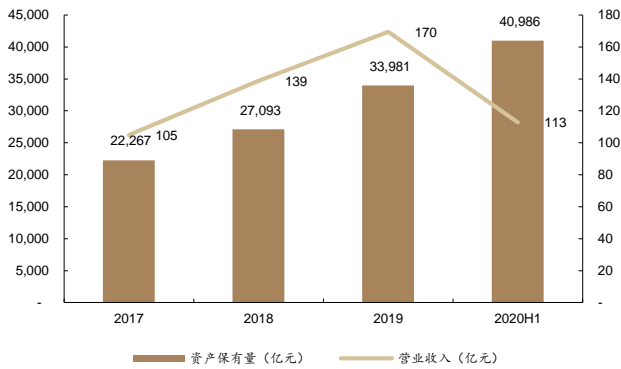
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

注: 财报仅披露了 2018Q3、2018Q4、2019Q2、2019Q4 及 2020Q3 的资产保有量数据, 其余季度采用线性增长假设估算。

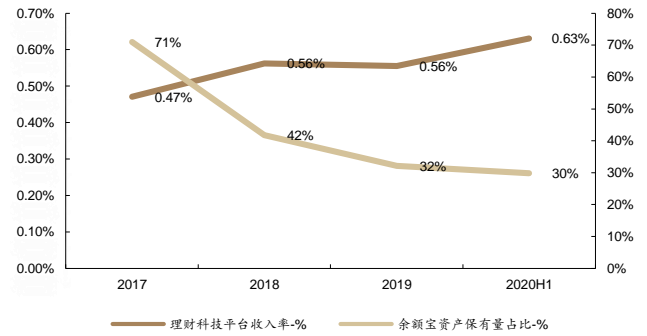
2017-2020H1 蚂蚁集团基金代销业务收入率均值为 0.55%。横向对比国内资产保有量最大的理财平台蚂蚁集团, 其进行相似业务的理财科技平台业务截至 2020 年 6 月 30 日资产保有量为 40986 亿元, 2020H1 实现营业收入 113 亿元, 因此其在 2020H1 的收入率为 0.63%, 落在之前估算的 0.33%-0.74% 区间内。更进一步, 随着天弘余额宝基金在总资产保有量的占比下降 (虽然余额宝已开放给其他货币基金, 但天弘余额宝基金仍是接入的规模最大的货币基金), 理财科技平台业务的收入率有所上升。

图 43: 蚂蚁集团理财科技平台资产规模及营业收入

图 44: 理财科技平台收入率及余额宝在资产保有量之中的占比



资料来源：招股说明书，德邦研究所



资料来源：招股说明书、Wind 基金数据库，德邦研究所

弹性测算：2020 年收入量级约为 50-65 亿元。虽然公司并未具体披露理财通平台资产保有量中货币基金与非货币基金的比，但是并不妨碍我们对基金代销业务的收入进行量级上的测算。目前公司代销的基金产品中，货币基金的年收入率为 0.33%，非货币基金加权平均年收入率为 0.6%，其中混合型基金最高为 0.74%。基于资产保有量线性增长假设，并设置货币基金的年收入率为下限，非货币基金加权平均年收入率为上限，并且取蚂蚁集团 2017-2020H1 的年收入率的均值 0.55%，以及其与上下限之间的中点进行收入弹性测算。由于理论上下限出现几率较小，我们认为 2020 年基金代销业务的收入区间为 50-65 亿元。

表 10：基金代销业务收入弹性测算

2019 年末资产保有量 (亿元)	2020 年末资产保有量 (亿元)	年收入率	年收入 (亿元)
9000	13500	0.33%	37.13
		0.44%	49.50
		0.55%	61.88
		0.58%	65.25
		0.60%	67.50

资料来源：德邦研究所

注：0.44% 为 0.33% 与 0.55% 的中位数，0.60% 为 0.55% 与 0.74% 中位数，0.58% 为 0.55 与 0.60% 中位数。

资产保有量及收入增大后毛利率趋于稳定，约为 90%。基金代销业务的主要成本来源于申购、申赎资金的银行结算手续费，而收入主要由尾随佣金分成带来，因此是流量产生成本，存量产生收入。因此当第三方基金销售平台积累到一定规模的资产保有量产生营业收入后，流量部分产生的营业成本对业务毛利率的影响降低，毛利率趋于稳定。同花顺、东方财富、好买财富等基金销售收入体量较大的公司毛利率稳定在 90% 上下。

表 11：已上市第三方基金销售机构收入及毛利率情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
同花顺营业收入 (亿元)					0.88	1.01	2.35	4.82
同花顺毛利率-%					74%	85%	93%	91%
东方财富营业收入 (亿元)	0.66	3.72	24.42	8.71	8.44	10.65	12.36	29.62
东方财富毛利率-%	77%	81%	94%	90%	91%	91%	91%	92%
好买财富营业收入 (亿元)	0.54	0.87	4.08	2.11	2.81	3.80	4.49	7.73
好买财富毛利率-%	84%	91%	80%	83%	86%	80%	88%	93%
众禄基金营业收入 (亿元)	0.03	0.09	0.28	0.11	0.11	0.27	0.12	0.29
众禄基金毛利率-%	68%	74%	60%	55%	57%	89%	75%	85%

资料来源：公司公告，德邦研究所

极致产品化，2020 年上线智能投顾产品“一起投”。2020 年 8 月，理财通上线智能投顾产品“一起投”，对比市面上已有的智能投顾产品，“一起投”在流程设计、操作便利性等产品化上具有差异化优势。流程上，首先引导用户将用于投资理财的资金分为：“要花的钱”、“求稳的钱”、“生钱的钱”和“兜底的钱”，再

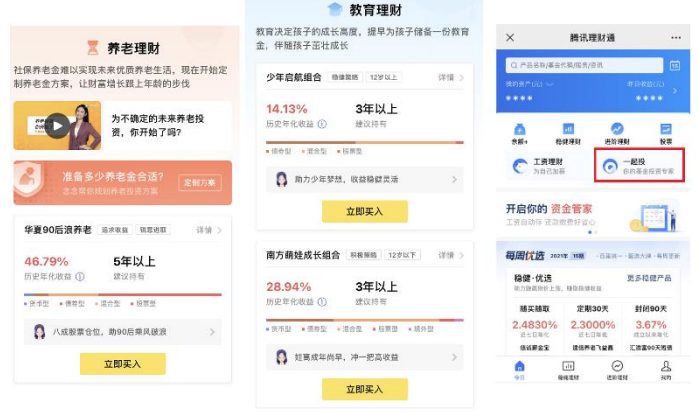
根据对应的资金分类为用户提供 1-2 个基金投资策略供选择。此外，“一起投”还提供教育理财与养老理财两大主题投资，满足用户长期和超长期投资的需求。“一起投”在投后服务方面，添加了一键跟随调仓、定期收益报告和专属行情报告功能。

图 45：“一起投”四笔钱理财产品设计



资料来源：理财通，德邦研究所

图 46：“一起投”养老、教育主题理财及其在理财通中的入口



资料来源：理财通，德邦研究所

基金代销业务获得 C 端收入增量，提升存量资产保有量收入率。智能投顾收入主要来自于投顾服务费，分为 0.2%/0.5%/0.75% 三档次，对应要花的钱/求稳的钱/生钱的钱三种不同类型的基金投资策略。智能投顾产品使得理财通除了从基金公司获得管理费分成，也可以在投资者处获得投顾服务费，一方面使得增量的资产保有量取得更高的收入率，另一方面对存量的资产保有量进行渗透，提升理财通单位资产保有量的收入率。

2.2.3. 微粒贷：微信支付九宫格导航，收入稳定

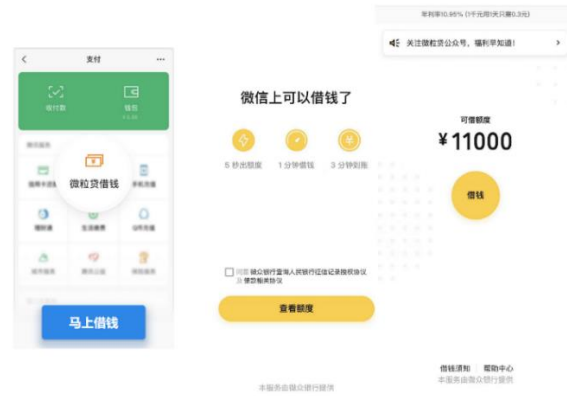
为微众银行拳头产品“微粒贷”提供导流。2014 年 12 月，微众银行获得由深圳银监局颁发的金融许可证，成为国内首家开业的民营银行，创立资本金 30 亿元，腾讯出资 30%。微众银行主要利润来自于其消费贷产品微粒贷，为个人提供上限 20 万人民币的授信额度。目前微粒贷产品只采用邀请制，尚未开放主动申请的入口：若用户资质符合要求，就可以在微信支付、移动 QQ 钱包的界面看见微粒贷入口。

表 12：微众银行股权情况

股东	持股比例
深圳市腾讯网域计算机网络有限公司	30%
深圳市立业集团有限公司	20%
深圳市百业源投资有限公司	20%
深圳市淳永投资有限公司	9.90%
深圳市横岗投资股份有限公司	5%
深圳光汇石油集团股份有限公司	4%
信太科技（集团）股份有限公司	3%
涌金投资控股有限公司	3%
深圳市金立通信设备有限公司	3%
中化美林石油化工有限公司	2.10%

资料来源：公司公告，德邦研究所

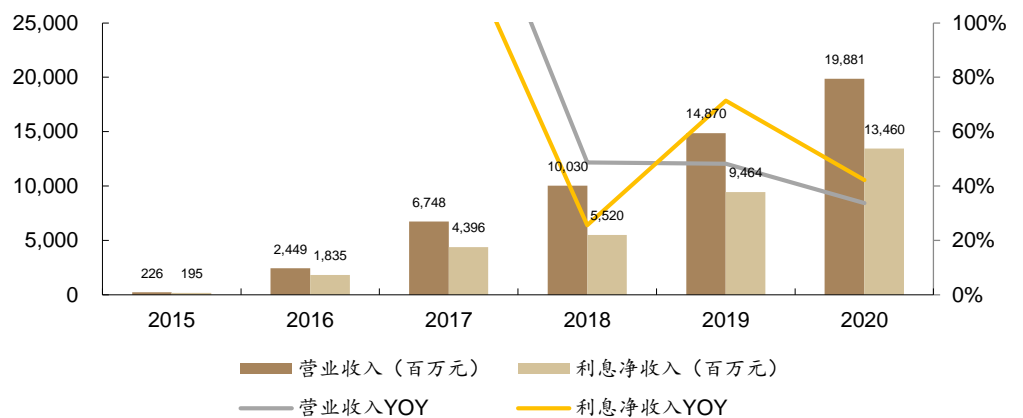
图 47：微粒贷在微信支付中的入口及微粒贷产品



资料来源：微信支付、微粒贷，德邦研究所

针对个人、小微企业的贷款贡献微众银行的主要收入。微众银行成立于2014年12月，是国内第一家民营银行，作为腾讯的联营公司，腾讯持有其30%的股份。微众银行营业收入主要由利息收入贡献，主要针对个人及小微企业发放短期、中期和长期贷款。2020年，微众银行实现营业收入199亿元，利息净收入135亿元，利息收入占比68%。

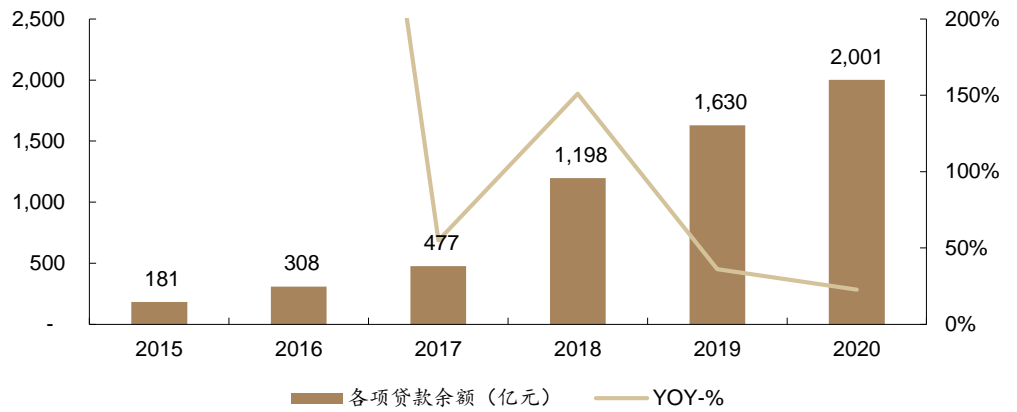
图 48：2015-2019 年微众银行营业收入及利息净收入



资料来源：微众银行年报，德邦研究所

核心支柱产品“微粒贷”采取邀请制，微信支付与移动QQ钱包为其提供入口。微粒贷是微众银行针对个人长尾用户开发的消费贷产品，“大专及以下学历”、“从事非白领服务业”、“单笔借款成本支出低于100元”的客户占比均超70%，近20%客户为首次获得银行授信。符合授信要求的客户可以在其微信支付或移动QQ钱包页面看到微粒贷的入口，点击即可申请放贷。

图 49：2015-2019 年微众银行各项贷款余额



资料来源：微众银行年报，德邦研究所

微粒贷导流收入较为稳定。通过为微粒贷开放流量入口，公司可以获得导流收入，对微粒贷产生的收入进行分成。虽然公司并未披露这一业务的分成比例以及微粒贷的具体收入，但是我们可以通过弹性测算的方式对这一业务的收入进行量级上的测算。微粒贷为微众银行拳头产品，我们假设微粒贷的收入占 2020 年微众银行利息净收入的 95%/90%/85%/80%/75%，公司对这一业务的分成比例为 60%/55%/50%/45%/40%，则这一业务的收入区间约为 48-67 亿元。考虑到随着微粒贷贷款余额的提升，其对于渠道的依赖程度下降，分成比例有下降压力，且微众银行贷款产品日趋多元化，我们认为这一业务收入短时间内较为稳定。

表 13: 2020 年微粒贷导流收入测算

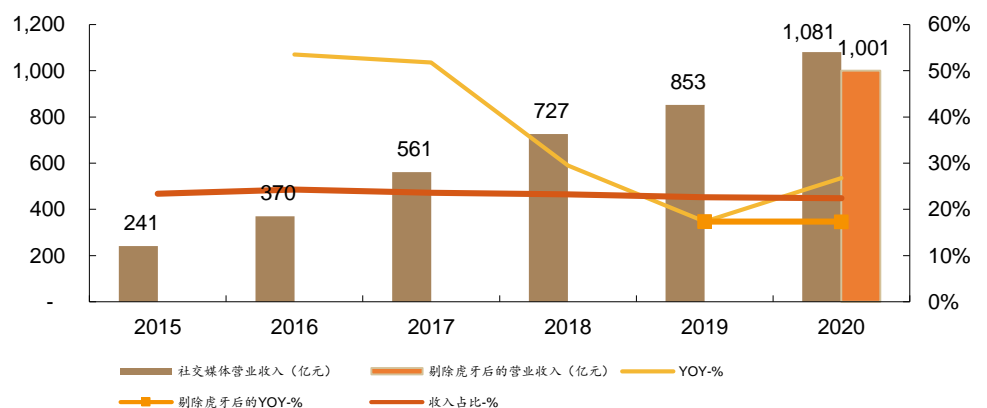
腾讯分成/微粒贷收入占比	95%	90%	85%	80%	75%
60%	76.72	72.68	68.65	64.61	60.57
55%	70.33	66.63	62.93	59.22	55.52
50%	63.94	60.57	57.21	53.84	50.48
45%	57.54	54.51	51.48	48.46	45.43
40%	51.15	48.46	45.76	43.07	40.38

资料来源：德邦研究所

3. 社交网络：微信基本盘稳固，内容维度持续提升

营业收入增长稳定，虎牙并表带来收入增量。自 2020 年 4 月，虎牙并表社交媒体收入，根据虎牙直播财报，其在 2020 年 Q2-Q4 的营业收入为 80.37 亿元，将其剔除后社交媒体业务 2020 年实现营业收入 1001 亿元，同比增长 17%，与 2019 年持平。社交媒体业务在腾讯整体营业收入中的占比保持稳定，在 20%-25% 区间浮动。

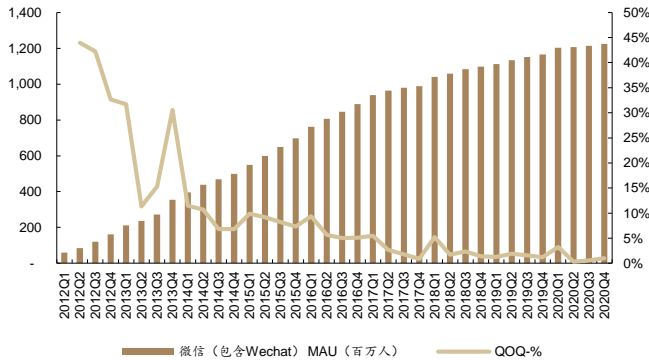
图 50: 2015-2020 年社交媒体收入、增长及占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

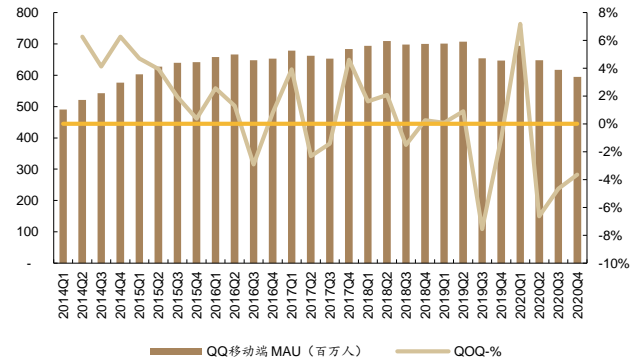
微信活跃用户进入环比低速增长，移动 QQ 月活跃用户进入横盘振荡期。微信的 MAU(月活跃用户)在 2020 年底达到 12.25 亿人,但是其环比增速自 2018Q1 起便再没有超过过 5% (至 2020Q4 平均环比增速为 2%)。移动 QQ 在 2020 年底 MAU 为 5.95 亿人,是其环比增速在 2016Q3 首次为负后第一次低于 6 亿人。实际上移动 QQ 在 2015Q4 环比增速首次触 0 后,至今的环比增速均值 0%,五年间 (2016-2020 年) MAU 绝对值下跌了 4700 万。

图 51: 2012Q1-2020Q4 微信 MAU 及增长情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

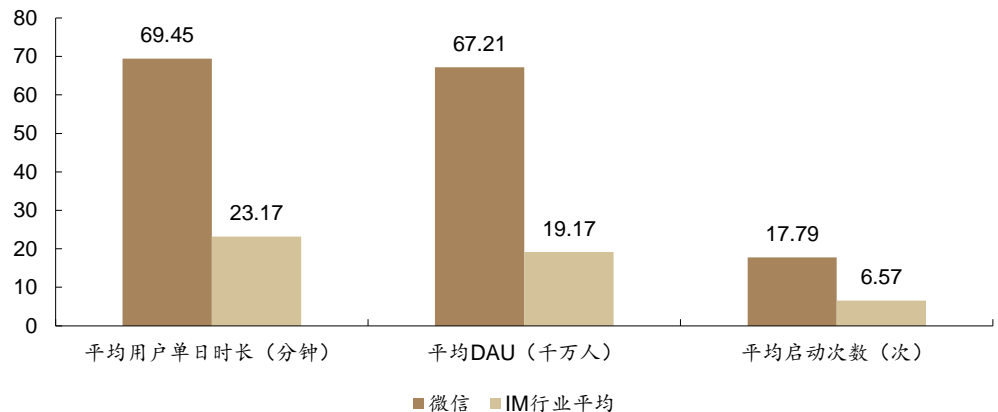
图 52: 2014Q1-2020Q4 QQ 移动端 MAU 及增长情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

用户使用数据仍然远超行业平均, 构筑微信生态强大基本盘。虽然微信月活跃用户增长增速下滑, 但是其存量用户无论是在使用频次还是每日活跃用户数量上, 仍然保持了远超行业平均的水平。根据极光大数据, 2021 年一季度微信仍可以贡献 69.45 分钟的平均用户单日时长, 17.79 次的平均启动次数以及约 6.7 亿的 DAU (日活跃用户), 分别是即时通讯行业平均数据的 300%、271%和 351%。庞大的流量基础为腾讯提供了基于微信最低层的即时通讯功能, 构建多层次的子应用 (微信生态) 进行变现的可能性。

图 53: 2021Q1 微信数据与即时通讯行业平均对比

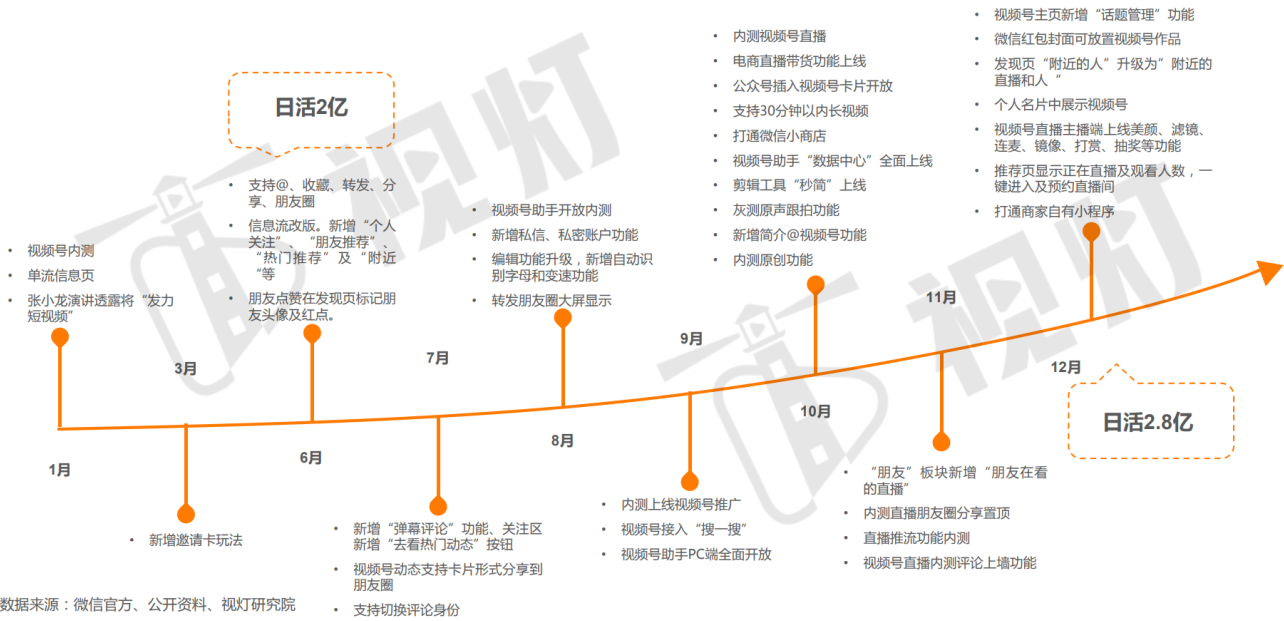


资料来源: 极光大数据, 德邦研究所

公众号、小程序、朋友圈、视频号构成微信生态的二级系统。腾讯 2020 年财报披露, 微信每天有超过 1.2 亿用户在朋友圈发表内容, 3.6 亿用户阅读公众号文章, 4 亿用户使用小程序, 2020 年通过小程序产生的交易额同比增长超过一倍。微信小程序上线于 2017 年 1 月, 根据 QuestMobile 数据, 截至 2020 年底, 微信小程序的 MAU 为 8.63 亿 (+7.3%yoy), 同期同数据源下, 微信 MAU 为 9.81 亿 (+5.8%yoy), 渗透率约为 88%。视频号正式上线于 2020 年 1 月, 根据视灯数据《2020 视频号发展白皮书》截止 2020 年底, 视频号 DAU 破 2.8 亿, 视频号总数超过 3000 万, 平均用户日均使用时长 19 分钟。

图 54: 2020 年 1 月上线后视频号迭代情况

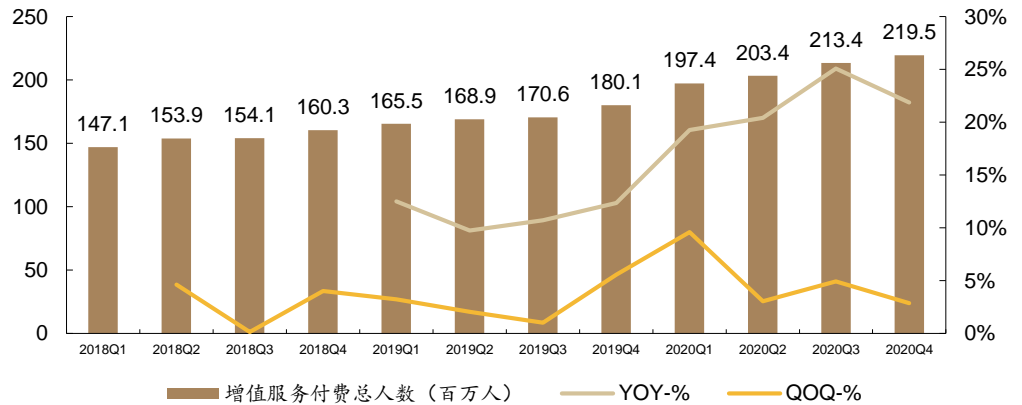
视频号产品快速更新，一年迭代33次，释放40+种新功能



资料来源：视灯数据，德邦研究所

增值内容付费用户数稳定增长，内容维度继续丰富。2020年底，腾讯增值服务付费总人数达到2.2亿，同比增长22%。腾讯视频、QQ音乐、腾讯动漫、阅文集团、虎牙直播等多种内容展现形式可以进一步提升腾讯对于IP的把控能力，以及内容的多维度展现能力，进而一方面吸纳流量反哺广告业务，另一方面持续输出优质内容推动付费用户数稳定增长。

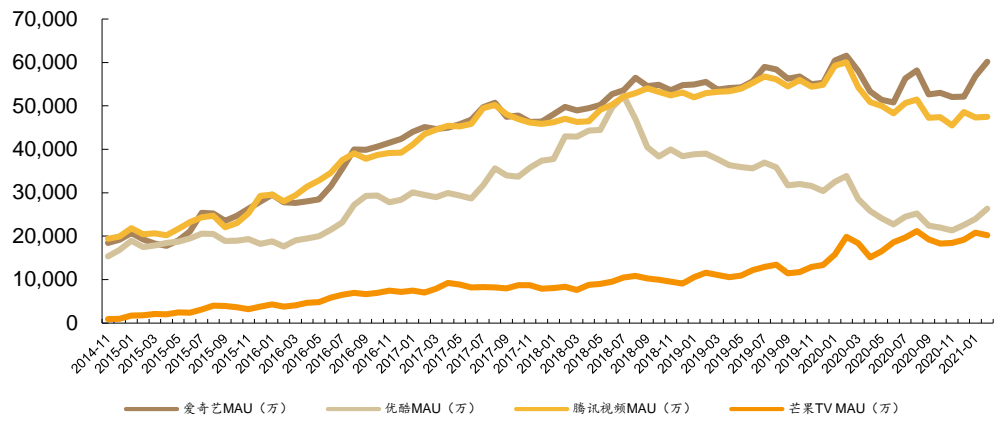
图 55：2018Q1-2020Q4 增值服务付费总人数及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

腾讯视频月活跃用户数位于长视频四强第二，具有领导地位。根据Questmobile数据，2021年2月腾讯视频MAU为4.7亿，在四大主流长视频平台中位列第二，仅次于爱奇艺(2021年2月MAU为6.0亿)，较大幅度的领先于优酷与芒果TV(2021年2月MAU分别为2.6亿、2.0亿元)。另一方面，拉长时间维度来看，腾讯视频的MAU始终处于第一或第二名的位置，虽然疫情后MAU与爱奇艺出现了差距扩大的情况，但仍处于第一梯队。

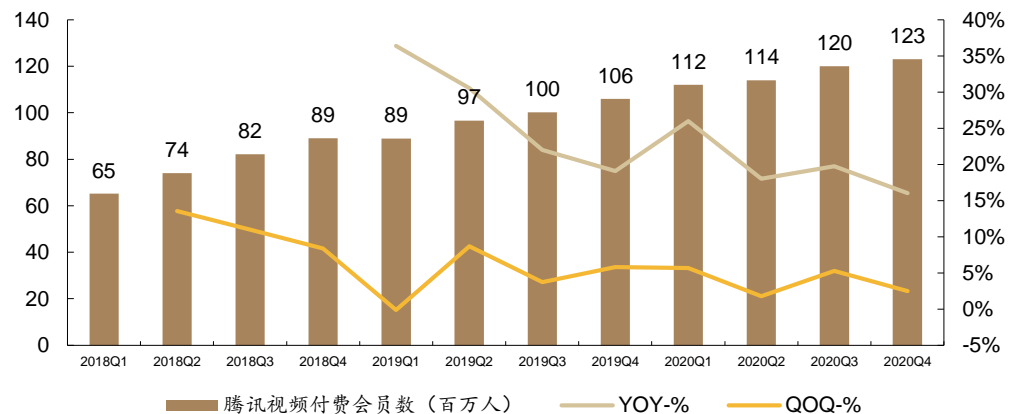
图 56：2014年11月-2021年2月主要长视频平台 MAU 情况



资料来源: QuestMobile, 德邦研究所

腾讯视频付费会员稳定增长, 跟随爱奇艺提价结构化改善增值服务毛利率。 2020 年底, 腾讯视频付费会员数达到 1.23 亿, 同比增长 16%。2018 年一季度至今, 同比增速虽然由 36% 滑落至 16%, 但环比增速持续为正, 付费用户数保持稳定增长。腾讯视频将于 2021 年 4 月 10 日零点起对 VIP 会员价格进行调整。新价格体系将调整为连续包月 20 元、包季 58 元、包年 218 元, 非连续 VIP 月卡 30 元、季卡 68 元、年卡 253 元, 与目前会员价格相比, iOS 端连续购买会员包涨幅在 5%-9%, 而安卓端和 PC 端连续购买会员包涨幅在 22%-33%。由于主要竞争对手爱奇艺已经于 2020 年底完成提价, 腾讯视频的提价属于跟随性策略, 对付费会员基础效果有限, 但长期有望结构性改善增值服务业务毛利率。

图 57: 2018Q1-2020Q4 腾讯视频付费会员数及增速

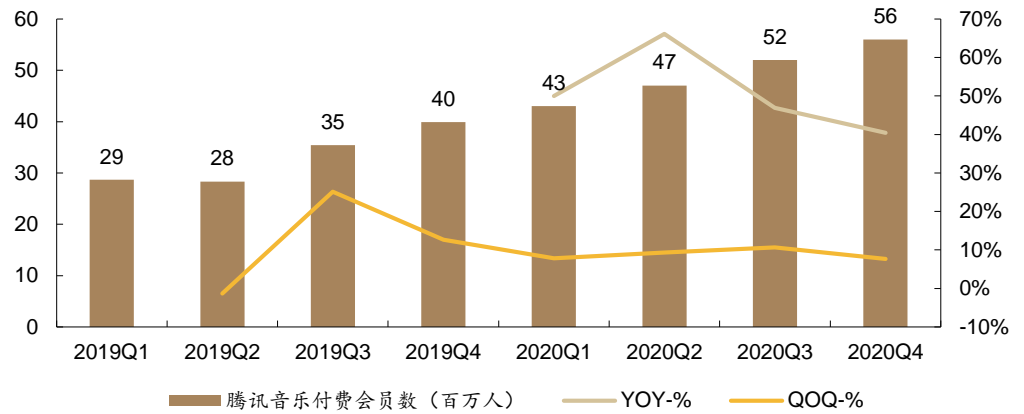


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

注: 2018Q1 数据根据 2017Q4、2018Q2 数据推算

腾讯音乐付费会员数增速强劲。 腾讯音乐 2020 年底付费会员数达到 5600 万, 同比增长 40.4%, 在线音乐付费率达到 9%。2020 年以来, 付费会员数环比增速均值为 9%, 同比增速保持在 40% 以上, 增速强劲。

图 58: 2019Q1-2020Q4 腾讯音乐付费会员数及增速

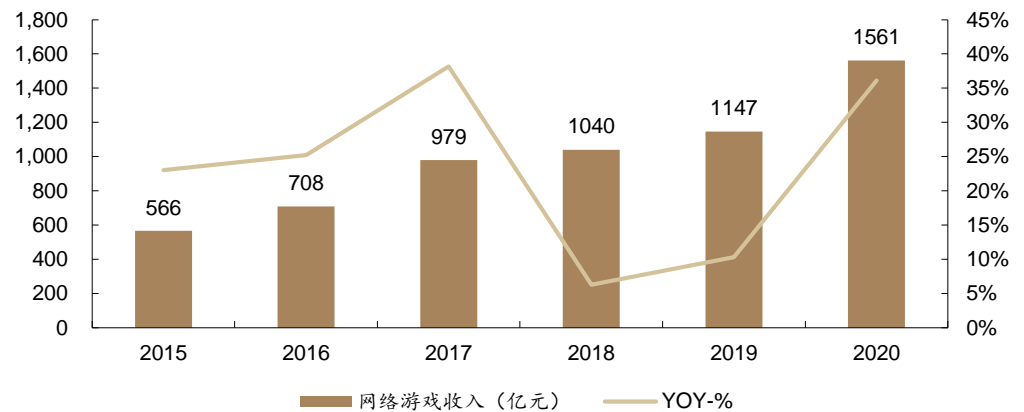


资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 游戏业务：护城河稳固，静待新游上线持续优化产品矩阵

“疫情红利”带来游戏业务高速增长。2015年以来，随着公司的《王者荣耀》的发布，公司游戏业务营业收入在2016、2017年取得了快速增长。2018年由于游戏版号停发9个月，公司游戏业务增长陷入停滞，仅录得6%的同比增速。2019年，随着游戏版号的恢复发行以及《绝地求生》的带动，公司营业收入恢复两位数增长。2020年公司网络游戏业务录得收入1561亿元(+36%yoy)，反映了疫情带来的游戏行业红利。

图 59: 2015-2020 年网络游戏收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：2015年收入同比增速采用2014年调整前的收入口径计算

移动游戏形成头、胸、腰尾、新发行完整产品矩阵。腾讯移动游戏在2020年产生了1466亿元收入（包含归属至社交网络板块的收入），按照业务板块来看这是腾讯产生收入最多的部门。

根据 Sensor Tower 发布的腾讯移动游戏（Tencent Mobile Games）2019Q1-2021Q1 国内 iOS 渠道的区间积累净收入和下载量数据，我们发现腾讯移动游戏已经形成了完整的产品体系，包含四个梯队：1) 第一梯队：排名前二，并且收入和下载量大幅领先其他游戏的王牌产品：王者荣耀、和平精英，分别在占过去两年的净收入的34.2%、20.3%；2) 第二梯队：排名三至十六名的14款游戏，净收入占比在1%以上并且较大幅度的领先之后的产品，这些产品分别贡献1.2%-3.9%不等的净收入，是腾讯移动游戏的中坚力量；3) 第三梯队：排名十七名之后的游戏，净收入占比在1%以下且区分度不大，这些游戏在腾讯移动游戏矩阵中属于腰尾部产品；4) 新发行游戏：考虑到数据源为区间积累数据，因此上线时间较短，贡献增量收入的新发行游戏在这一榜单中会排名靠后，需要单独考量。

表 14: 2019Q1 至 2021Q1 腾讯移动游戏国内 iOS 渠道净收入排名前 25 名

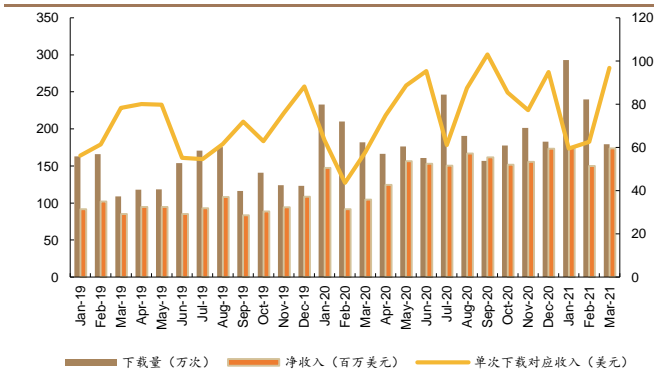
净收入排名	游戏名称	净收入 (百万美元)	净收入占比	下载量 (百万次)	下载量占比	单次下载对应净收入 (美元)
1	王者荣耀	3,364.62	34.20%	46.74	11.40%	71.99
2	和平精英	2,000.39	20.30%	55.17	13.50%	36.26
3	完美世界	387.19	3.90%	5.72	1.40%	67.73
4	QQ飞车	304.40	3.10%	16.10	3.90%	18.91
5	天涯明月刀	262.84	2.70%	4.34	1.10%	60.52
6	穿越火线:枪战王者	253.72	2.60%	11.26	2.70%	22.53
7	火影忍者	232.22	2.40%	6.83	1.70%	33.98
8	跑跑卡丁车官方竞速版	205.18	2.10%	17.90	4.40%	11.46
9	QQ炫舞	199.03	2.00%	3.23	0.80%	61.68
10	乱世王者	172.26	1.80%	0.99	0.20%	173.94
11	天龙八部手游	162.88	1.70%	1.82	0.40%	89.68
12	新剑侠情缘	145.65	1.50%	0.83	0.20%	175.91
13	欢乐斗地主	143.03	1.50%	21.73	5.30%	6.58
14	红警OL	136.88	1.40%	2.53	0.60%	54.15
15	魂斗罗:归来-战队集结 警备时刻	130.23	1.30%	3.28	0.80%	39.72
16	龙族幻想	119.29	1.20%	5.27	1.30%	22.65
17	FIFA 足球世界	77.28	0.80%	2.45	0.60%	31.52
18	腾讯欢乐麻将全集	75.74	0.80%	15.54	3.80%	4.87
19	三国群英传:霸王之业	69.38	0.70%	0.57	0.10%	122.29
20	圣斗士星矢 (腾讯)	53.56	0.50%	0.85	0.20%	63.37
21	一起来捉妖	52.22	0.50%	8.69	2.10%	6.01
22	天天爱消除	46.84	0.50%	3.64	0.90%	12.86
23	剑网3:指尖江湖	45.07	0.50%	4.40	1.10%	10.24
24	使命召唤手游	44.77	0.50%	16.03	3.90%	2.79
25	权力的游戏 凛冬将至	43.08	0.40%	2.34	0.60%	18.45
所有腾讯手游合计		9,842.18	100%	409.62	100%	24.03

资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

注: 净收入数据为流水扣除 iOS 渠道 30%分成

王牌产品提供收入护城河与稳定器。王者荣耀与和平精英是 2019Q1 至今腾讯移动游戏在国内 iOS 渠道收入占比最高的两大核心游戏, 分别贡献了 34.2%、20.3%的净收入。具体来看, 王者荣耀净收入在过去两年保持稳定, 2020 年由于疫情影响整体收入显著高于 2019 年, 单次下载对应净收入稳定在 60-100 美元区间; 和平精英在 2019 年 4 月开始产生收入后, 收入、下载量保持稳定, 2020 年所受“疫情红利”较不明显, 单次下载对应收入稳定在 50-70 美元区间。由于两块游戏主要的货币化模式都是皮肤, 对于收入的控制和调整可操作性较高, 加之两大游戏的超大用户体量, 形成了腾讯移动游戏收入的护城河和稳定器。

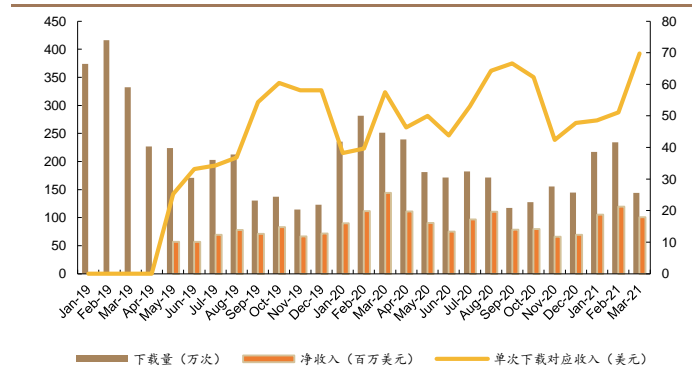
图 60: 2019M1-2021M3 王者荣耀国内 iOS 净收入及下载量



资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

注: 净收入数据为流水扣除 iOS 渠道 30%分成

图 61: 2019M1-2021M3 和平精英国内 iOS 净收入及下载量



资料来源: Sensor Tower, 德邦研究所

注: 净收入数据为流水扣除 iOS 渠道 30%分成

两大热门 IP 改编手游上线在即，看好手游产品矩阵持续优化。根据伽马数据《2020-2021 移动游戏 IP 市场发展报告》，2020 年《英雄联盟》这一 IP 在移动游戏领域的潜在价值超过 550 亿元，虽然海外版本仍处于测试阶段，但国内搜索指数、贴吧关注人数、微博热度等均出现大幅上升，后续用户也在持续对这一产品进行关注，预约人数超过 3000 万人次。《地下城与勇士》因其广大的用户基础，IP 价值超过 140 亿元：端游最高同时在线用户数超过 500 万，国服注册人数超过 3 亿人，手游预约用户数超过 5000 万人。

在发行进度上，2021 年 2 月 9 日，国家新闻出版署官网公布了 2021 年进口网络游戏审批信息，《英雄联盟手游》过审，同日正式开放国服预约。另一方面，“DNF2019 嘉年华-阿拉德市集南京站”正式公布《地下城与勇士》手游将在 2019 年 12 月 30 日开启预约，2020 年 8 月 12 日公测，但此后遭遇延期，目前仍处于预约状态。

图 62:《英雄联盟手游》官方宣传图



资料来源：英雄联盟手游官网，德邦研究所

图 63:《地下城与勇士手游》官方宣传图

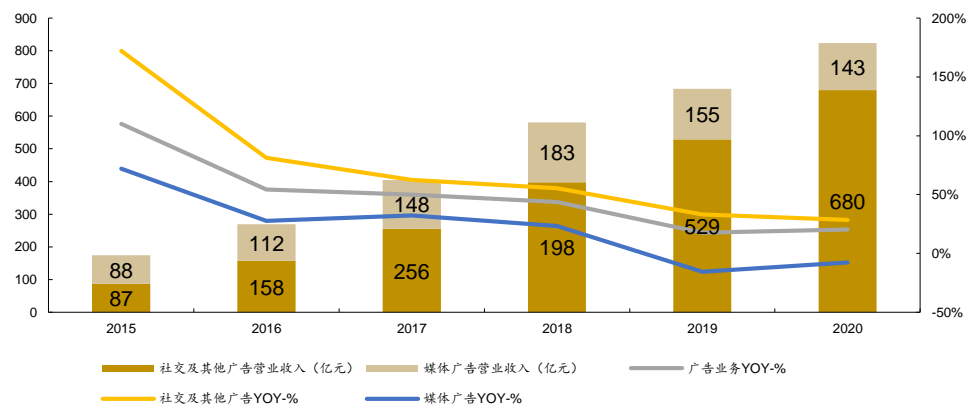


资料来源：地下城与勇士手游官网，德邦研究所

5. 广告业务：长期收入增长与宏观经济正相关，毛利率迎来结构化改善

社交效果广告带动，网络广告业务收入稳定增长。2020 年公司网络广告业务实现营业收入 823 亿元 (+20%yoy)，其中社交及其他广告实现营业收入 680 亿元 (+29%yoy)，媒体广告实现营业收入 143 亿元 (-8%yoy)。2015 年至今，社交效果广告的收入增速持续大于广告业务整体增速以及媒体品牌广告的增速，是网络广告业务目前收入的驱动器。

图 64: 2015-2020 年网络广告业务营业收入及增速

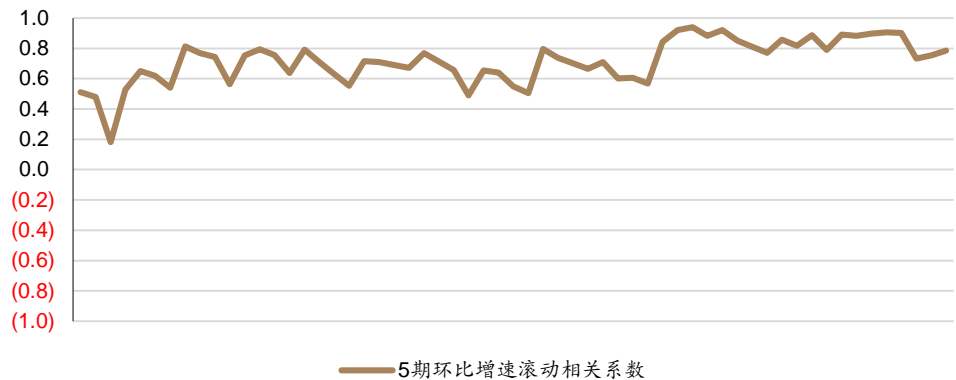


资料来源：公司公告，德邦研究所

长期来看，广告业务收入与名义 GDP 增速具有显著的正相关关系。选取 2005Q1-2020Q4 公司广告业务季度收入及名义 GDP，计算分别的环比增速，再

计算两组数据的 5 期滚动相关系数序列，使得我们可以较为平滑的观察到腾讯的广告业务收入与宏观经济之间的相关性。结果显示，区间中相关系数均值为 0.72，即以季度数据来看，腾讯广告业务收入增速与当期的名义 GDP 增速存在较强的正相关关系。

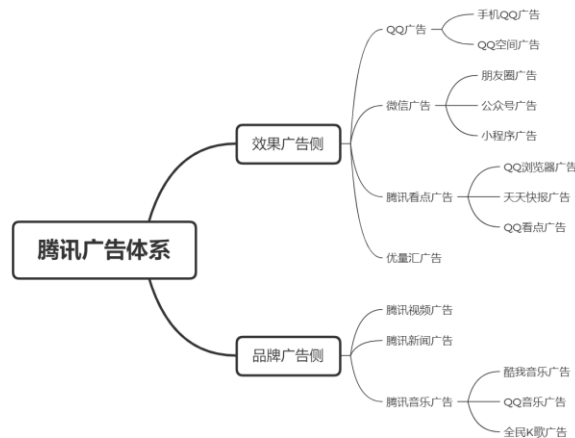
图 65：2005Q1-2020Q4 腾讯广告业务收入与名义 GDP 环比滚动相关系数



资料来源：国家统计局、公司公告，德邦研究所

目前腾讯广告业务可以分为效果广告体系和品牌广告体系。效果广告侧主要的产品为微信广告、移动 QQ 广告、腾讯看点广告以及优量汇平台；品牌广告侧则主要集中于腾讯视频广告、腾讯音乐广告与腾讯新闻广告。其中腾讯旗下单体 APP 流量最大的微信广告体系，又可以具体的拆解为朋友圈广告、小程序广告、公众号广告以及目前尚未上线，但我们认为未来上线可能性极大的视频号广告。

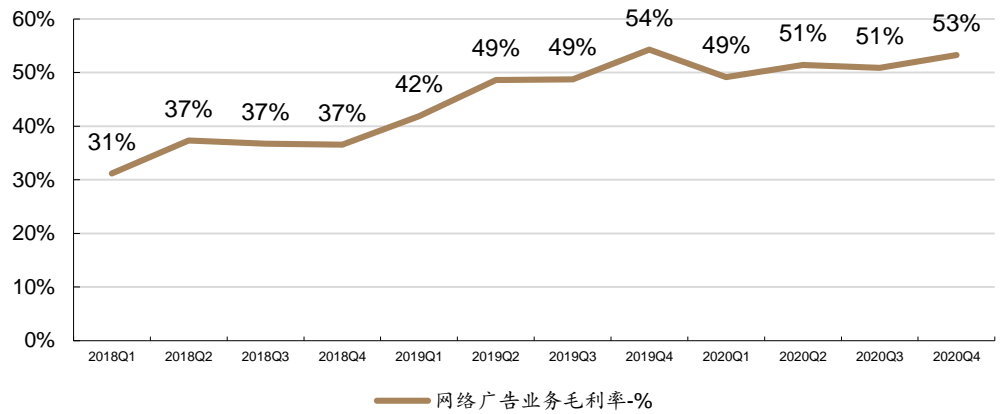
图 66：腾讯广告体系树



资料来源：腾讯广告官网，德邦研究所绘制

高毛利率产品占比提升，广告业务毛利率迎来结构化改善。2018Q1-2020Q4，腾讯网络广告业务的毛利率由 31%提升至 53%。在整个腾讯广告生态中，由于优量汇需要向流量主进行分成，其毛利率相对较低，但 2019 年以来优量汇所贡献的收入占比逐步降低，加之高毛利率的视频类广告业务的收入占比提升，腾讯广告业务迎来结构化毛利率改善。

图 67：2018Q1-2020Q4 网络广告业务毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

科技赋能，打造广告主全域解决方案。通过 DMP 数据管理平台，打通 QQ 广告、优量汇广告、腾讯新闻广告、腾讯视频广告等业务条线底层数据和推荐标签，提升广告转化能力；通过 oCPX 智能出价系统降低广告主成本；通过智能素材系统，精选热门创意、视频、咨询、热刺，提供创意洞察分析，优化广告转化效果。

图 68：腾讯广告技术解决方案



资料来源：腾讯广告官网，德邦研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 5926/7168/8493 亿元，同比增长 23%/21%/19%，其中：

金融科技与企业服务业务：我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 1734/2237/2738 亿元，同比增长 35%/29%/22%。

具体而言，我们预计云服务 2021-2023 年实现营业收入 405/567/737 亿元，同比增长 59%/40%/30%。

因此我们预计腾讯金融科技 2021-2023 年实现营业收入 1329/1670/2001 亿元，同比增长 30%/26%/20%。其中，我们预计支付业务分部 2021-2023 年实现

营业收入 1120/1384/1633 亿元，同比增长 27%/24%/18%。

金融科技业务分部实现营业收入 209/286/368 亿元，同比增长 47%/37%/29%。理财通基金代销平台实现营业收入 101/157/226 亿元，同比增长 63%/56%/44%；微粒贷广告导流实现营业收入 79/94/104 亿元，同比增长 38%/20%/10%；备付金利息收入 29/34/39 亿元，同比增长 25%/19%/13%。

表 15：未来三年金融科技与企业服务业务分部营业收入预测（亿元）

	2021E	2022E	2023E
腾讯金融科技	1329	1670	2001
YOY-%	30%	26%	20%
支付业务	1120	1384	1633
YOY-%	27%	24%	18%
金融科技业务	209	286	368
YOY-%	47%	37%	29%
理财通平台基金代销	101	157	226
YOY-%	63%	56%	44%
微粒贷广告导流	79	94	104
YOY-%	38%	20%	10%
备付金利息	29	34	39
YOY-%	25%	19%	13%
云服务业务	405	567	737
YOY-%	59%	40%	30%
合计：金融科技及企业服务	1734	2237	2738
YOY-%	35%	29%	22%

资料来源：公司公告，德邦研究所

注：2021 年同比增速基于前文表 3 测算数据。

增值服务业务：我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 3113/3648/4252 亿元，同比增长 18%/17%/17%。我们认为增值服务业务的增长，一方面来自于我们预计今年上线的《英雄联盟手游》、《地下城与勇士手游》两大重磅手游创造增量收入，以及来自于海外游戏发行快速发展带来的收入增速；另一方面来自于虎牙直播并表带来的游戏直播收入增量。

网络广告业务：我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 1000/1200/1416 亿元，同比增长 22%/20%/18%。我们认为广告业务的增长一方面来源于视频号广告开始产生收入带来的全新增量，另一方面来自于朋友圈、小程序、看点线效果广告收入的稳定增长。

其他产品：我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 79/83/87 亿元，同比增长 5%/5%/5%。

表 16：未来三年营业收入及毛利率预测（亿元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
增值服务业务				
营业收入	2642	3113	3648	4252
YOY-%	32%	18%	17%	17%
毛利率	54%	54%	54%	54%
网络广告业务				
营业收入	823	1000	1200	1416
YOY-%	20%	22%	20%	18%
毛利率	51%	52%	53%	53%
金融科技与云服务				

营业收入	1281	1734	2237	2738
YOY-%	26%	35%	29%	22%
毛利率	28%	32%	34%	37%
其他产品				
营业收入	75	79	83	87
YOY-%	-1%	5%	5%	5%
毛利率	1%	5%	5%	5%
合计				
营业收入	4821	5926	7168	8493
YOY-%	28%	23%	21%	19%
毛利率	46%	48%	48%	49%

资料来源：公司公告，德邦研究所

基于下述核心假设，我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 1615/1954/2350 亿元，同比增长 1.1%/21.0%/20.3%，对应 EPS 16.84/20.37/24.49 元，对应 PE 28.77x/23.78x/19.77x。(2021 年 5 月 14 日收盘价，对应汇率 0.8289 人民币/港元)

表 17：核心假设表

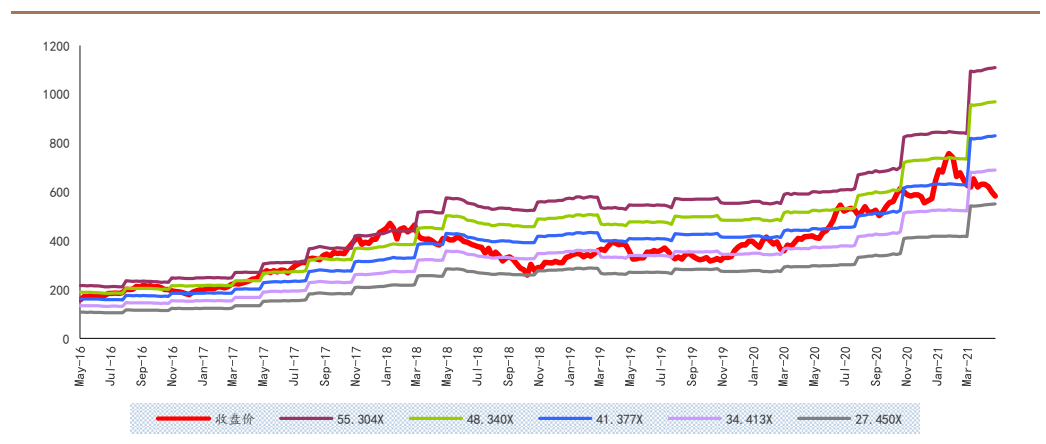
核心假设	2020A	2021E	2022E	2023E
应收账款/销售收入	9%	9%	9%	9%
其他应收款/销售收入	8%	6%	6%	6%
应付账款/销售成本	36%	36%	36%	36%
其他流动负债/销售成本	30%	30%	30%	30%
销售费用率	7%	7%	7%	7%
管理费用率	14%	14%	14%	14%
其中：研发费用率	8%	8%	8%	8%
所得税率	11%	13%	12%	12%

资料来源：公司公告，德邦研究所

6.2. 投资建议

公司持续经营业务已经可以稳定获利，因此我们观察其 PE Band。2018 年前，公司股价主要运行于 PE 41x-55x 区间中；2018 年估值中枢切换，2018 年-2020 年股价主要运行于 PE 27x-41x 区间中；2020 年后估值中枢再次切换，2020 年公司股价主要运行于 PE 34-48x 区间中；目前公司估值 27x-34x 区间，处于相对估值低位。

图 69：过去 5 年腾讯控股 PE Band



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 数据截至 2021 年 5 月 14 日收盘价

我们看好疫情好转后支付业务进入提价周期, 达成营业收入和毛利率的双重提升, 金融科技业务稳健增长, 贡献高毛利率的优质收入, 给予公司 2021 年目标 PE 34x-40x, 对应股价 690.7-812.6 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险提示

宏观经济增速下行风险: 宏观经济增速下行风险将导致公司广告业务持续承压。

游戏变现能力和推出时间不及预期风险: 公司网游业务的增速较为依赖头部产品的表现以及新游戏的上线, 游戏流水和上线时间的不稳定可能导致业绩出现较大的波动。

云服务行业竞争加剧: 云服务业务面临来自海外云服务巨头如 AWS、微软, 以及国内具有先发优势的阿里云的激烈竞争。

政策监管趋严风险: 公司金融业务涉及面较广, 基金、证券、保险、支付等业务存在监管风险, 可能导致业绩不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	16.66	16.84	20.37	24.49
每股净资产	81.09	98.04	118.55	143.19
每股经营现金流	20.23	23.32	27.06	31.17
每股股利	1.60	1.71	2.11	2.59
价值评估(倍)				
P/E	28.06	28.77	23.78	19.77
P/B	5.76	4.94	4.09	3.38
P/S	9.30	7.84	6.48	5.47
EV/EBITDA	35.20	22.61	23.42	20.16
股息率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.0%	47.8%	48.3%	49.0%
净利润率	33.2%	27.6%	27.6%	28.0%
净资产收益率	22.7%	18.7%	18.5%	18.2%
资产回报率	12.0%	10.2%	10.3%	10.4%
投资回报率	6.9%	11.1%	11.4%	11.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.8%	22.9%	21.0%	18.5%
EBIT 增长率	28.1%	98.8%	22.8%	20.5%
净利润增长率	71.3%	1.1%	21.0%	20.3%
偿债能力指标				
资产负债率	41.7%	40.8%	40.3%	39.1%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
现金比率	0.6	0.7	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	30.2	30.5	30.7	31.0
存货周转天数	1.1	1.0	1.0	1.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	8.3	9.5	12.2	14.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	159847	161539	195410	234992
少数股东损益	278	2039	2232	2395
非现金支出	50774	51680	49210	48854
非经营收益	-44203	-24866	-24383	-28231
营运资金变动	27423	33329	37213	41103
经营活动现金流	194119	223722	259681	299114
资产	-66599	-35557	-43007	-50959
投资	-108037	-204493	-249493	-274493
其他	-7319	38460	40553	47070
投资活动现金流	-181955	-201590	-251947	-278382
债权募资	38165	46840	56208	50588
股权募资	1716	0	0	0
其他	-26234	-13593	-16169	-18839
融资活动现金流	13647	33247	40039	31748
现金净流量	19807	54475	46869	51576

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 14 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	482064	592619	716783	849324
营业成本	260532	309265	370518	433138
毛利率%	46.0%	47.8%	48.3%	49.0%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	33758	39607	47459	56951
营业费用率%	7.0%	6.7%	6.6%	6.7%
管理费用	67625	37042	45789	56029
管理费用率%	14.0%	6.3%	6.4%	6.6%
研发费用	38972	47109	57427	67972
研发费用率%	8.1%	7.9%	8.0%	8.0%
EBIT	79344	157762	193756	233401
财务费用	492	8392	9448	10642
财务费用率%	0.1%	1.4%	1.3%	1.3%
资产减值损失				
投资收益	-2970	-2970	-2970	-2970
营业利润	118316	157762	193756	233401
营业外收支	61706	30067	31105	36429
利润总额	180022	187830	224861	269829
EBITDA	130118	209443	242966	282254
所得税	19897	24251	27219	32441
有效所得税率%	11.1%	12.9%	12.1%	12.0%
少数股东损益	278	2039	2232	2395
归属母公司所有者净利润	159847	161539	195410	234992

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	152798	207273	254142	305718
应收账款及应收票据	44981	55282	66864	79228
存货	814	966	1158	1353
其它流动资产	119054	121734	134313	145884
流动资产合计	317647	385255	456477	532183
长期股权投资	305258	505258	750258	1020258
固定资产	64782	60208	57488	56412
在建工程				
无形资产	172366	160817	157334	160516
非流动资产合计	473372	477864	482357	486850
资产总计	1333425	1589402	1903914	2256219
短期借款	14242	14242	14242	14242
应付票据及应付账款	94030	103088	123506	144379
预收账款				
其它流动负债	160807	198211	239359	283719
流动负债合计	269079	315541	377107	442340
长期借款	234202	281042	337251	387839
其它长期负债	52101	52101	52101	52101
非流动负债合计	286303	333143	389352	439940
负债总计	555382	648684	766459	882280
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	703984	864619	1059125	1293214
少数股东权益	74059	76098	78330	80725
负债和所有者权益合计	1333425	1589402	1903914	2256219

信息披露

分析师与联系人简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

崔世峰，南京大学硕士，曾任职于东吴证券传媒互联网组，2019 及 2020 年新财富第二团队成员；曾任职于浙商基金权益投资部。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。