



中信建投证券  
CHINA SECURITIES

证券研究报告•公司深度

## 腾讯控股：开放生态的过去、现在与未来

分析师：孙晓磊

[sunxiaolei@csc.com.cn](mailto:sunxiaolei@csc.com.cn)

18811432273

SAC 执证编号：S1440519080005

SFC 中央编号：BOS358

分析师：崔世峰

[cuishifeng@csc.com.cn](mailto:cuishifeng@csc.com.cn)

15000106325

SAC 执证编号：S1440521100004SFC

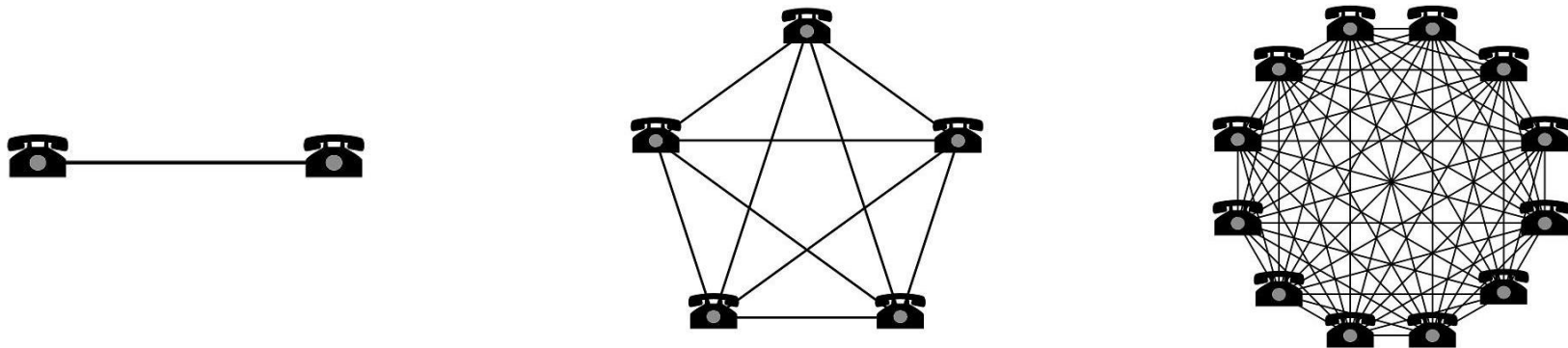
- 一、腾讯为什么开放生态？
- 二、历史复盘：腾讯如何走向开放？
- 三、开放生态战略：组织架构及投资战略
- 四、开放生态的当前成果
- 五、开放生态的未来
- 六、盈利预测与估值

## 一、腾讯为什么开放？

# 微信的网络效应：指数级增长的用户价值

- 1980年，以太网之父Robert Metcalfe（梅特卡夫）提出梅特卡夫定律:网络的价值与连接用户数的平方（ $N^2$ ）成正比关系。
- 社交产品如微信，是典型的具有网络效应的产品，对一个用户来说，使用微信的朋友越多，微信对他的价值越大，也会吸引更多的人来使用微信。网络效应形成后，极低的边际用户获取成本，将带来整体用户黏性不断增强。
- 因此，如果微信能将其网络触及更多社会经济发展领域，成为经济发展的连接器，理论上可为社会经济发展产生更大价值。

图表：网络效应示意图



资料来源：中国知网，中信建投

# 腾讯社交的壁垒：网络效应带来的商业模式拓展性

- 腾讯社交应用所形成的强网络效应，用户留存率极高，根据极光大数据显示，微信用户月留存率达到惊人的98%，使得向内容端拓展商业模式非常容易。但内容平台想要获取用户必须不断投入费用，且形成网络效应难度较高，社交属性弱，留存率较低。内容端最强平台抖音，经过数年运营，已形成了较强的网络效应，月留存率不断提升，当前能达到约83%，但相比微信仍有差距。因此，腾讯对内容端及其他商业变现平台的开放，会不断加强腾讯自身网络效应，而很难被外部平台击穿自身壁垒，具备成为基础平台条件。

图表：社交应用及内容平台商业模式对比

社交应用所形成的强网络效应，用户获取成本低，从下往上拓展内容端容易



# 术业有专攻：自身多元化经营的局限性

- 腾讯历史上曾尝试多种商业模式拓展，在线上娱乐及游戏领域非常成功，但在其他领域也有不少失败案例，例如“拍拍网”及“搜搜”。
- 在壁垒较高的C2C电商及搜索领域，术业有专攻，腾讯多年来无法依靠自身能力实现突破。相反，依靠自身庞大的流量及资本优势，与外部专业厂商战略合作，从而实现“合众连横”，被证明是更合理的发展路线。

图表：拍拍网及搜搜发展历程

| 产品名称                                                                             | 产品领域    | 发展历程                                                | 主要竞品   | 失败原因                                                   |
|----------------------------------------------------------------------------------|---------|-----------------------------------------------------|--------|--------------------------------------------------------|
|  | C2C电商平台 | 1. 2006年3月正式运营<br>2. 2014年3月被京东收购<br>3. 2015年底停止服务  | 淘宝、易趣等 | 1. 缺乏运营经验，商户与用户连接不够充分<br>2. 支付和担保体系缺乏<br>3. 售后和客服体系不完善 |
|  | 搜索引擎    | 1. 2006年正式上线<br>2. 2009年用自研搜索引擎技术<br>3. 2012年并入搜狗业务 | 百度、搜狗等 | 1. 无差异化特色<br>2. 渠道能力弱，未抓住移动互联网转型<br>3. 产品力不强，用户体验不强    |

资料来源：中信建投

## 二、历史复盘:腾讯如何走向开放？

# 1998-2004:生存发展、首次跑通流量扩张模式

- 1999年，腾讯推出第一款应用以来，经历了创业公司的生存挣扎，至2001年依靠移动梦网SP业务首次实现盈利，并于2002年创造了Q币，2003年Q币在QQ秀应用场景中井喷式增长，随后首创“红钻会员”体系，腾讯也逐渐摆脱对移动梦网业务依赖，独立成长。
- 2004年，雅典奥运会期间，依靠QQ客户端推送“迷你首页”，将奥运金牌最新动态实时推送用户，使腾讯新闻成为黑马，短期冲到了国内门户网站第四名，代表了腾讯以流量优势拓展商业模式的第一次成功。

图表：1998-2004年腾讯重要发展节点



资料来源：《腾讯传》，中信建投

# 2005-2009：巨头成型后的多面扩张，流量模式攻城略地

- 腾讯在此阶段通过收购及自营，不断尝试往各领域进行发展：2005年第一起收购张小龙的Foxmail；尝试电商、搜索、团购、休闲游戏等各个领域，依靠其强大流量后发赶超。因腾讯的后发战略，腾讯被认定为“模仿者”而非“创新者”。
- 游戏领域腾讯发展最为成功，休闲棋牌游戏超越联众，《QQ堂》《QQ炫舞》《QQ飞车》《QQ音速》等游戏超越竞品，代理游戏《地下城与勇士》及《穿越火线》大获成功，2009年底跃居国内游戏市占率第一，超过25%。

图表：2005-2010年腾讯重要发展节点



资料来源：《腾讯传》，中信建投

# 2010年：“3Q大战”爆发，腾讯重新思考

- 公司提出一站式在线生活战略，迅速拓展业务范围，试图在更多领域中获得更多市场份额。腾讯以QQ为基础，利用QQ用户优势进行后发超越，向各个方面发展，以其强大的客户群体，不断发展吞噬着互联网各个领域，被互联网全行业公司视为“公敌”。
- 2010年9月-11月，奇虎360与腾讯间发生的用户争夺大战，又称“3Q大战”。“3Q大战”使腾讯重新思考自己的平台策略以及公共属性。

图表：腾讯行业扩张迅猛，市场玩家竞争关系凸显

| 待进入行业 | 腾讯产品     | 行业活跃产品   |
|-------|----------|----------|
| 电商    | 拍拍网      | 淘宝网      |
| 搜索    | 搜搜       | 百度       |
| 团购    | QQ团购网    | 美团网      |
| 小游戏   | 3366.com | 4399.com |
| 安全软件  | QQ电脑管家   | 360电脑管家  |
| ..... |          |          |



图表：3Q大战历程

| 日期       | 关键事件                                                 |
|----------|------------------------------------------------------|
| 9月27日    | 360公司发布“360隐私保护器”软件，曝光了QQ涉嫌窥探用户隐私行为。                 |
| 9月27日    | 腾讯对外发布声明回应，称腾讯QQ软件绝对没有窥探用户隐私的行为。                     |
| 10月12日   | 腾讯QQ向1亿多在线QQ用户大规模弹窗称“被某公司诬蔑窥视用户隐私”                   |
| 10月13日   | 360回应称QQ涉嫌扫描用户隐私是长期存在的历史问题，用户最有权力监督。                 |
| 10月14日   | 腾讯宣布正式起诉360，要求奇虎及关联公司停止侵权。                           |
| 10月27日   | 百度、腾讯、金山、傲游、可牛五家公司发布联合声明抵制360。                       |
| 10月29日   | 360公司宣布推出“扣扣保镖”，360称该工具全面保护QQ用户的安全                   |
| 11月3日    | 腾讯发布公告，称在纠纷解决之前，将在装有360软件的电脑上停止运行QQ软件。               |
| 11月3日    | 360随后发出公开信称：保证360软件和QQ同时运行，并称腾讯此举完全不顾及用户权益，要求向全国网友道歉 |
| 11月4日-8日 | 在国家相关部门的全力干预下,QQ和360软件重新实现了完全兼容。                     |

资料来源：《腾讯传》，中信建投

# 2011年：开放平台战略，“再造一个腾讯”

- 经过半年战略转型筹备期，2011年6月15日，腾讯举办了“开放共赢、成就梦想——腾讯合作伙伴大会”。马化腾宣布将向第三方合作伙伴开放腾讯平台，称腾讯使命从“为用户提供一站式在线生活服务”，转向与第三方合作伙伴打造一个“没有疆界、共同分享的互联网新生态”。
- 同年1月24日，腾讯宣布成立腾讯产业共赢基金，预计投资金额50亿元人民币。庞大的流量资源得以获得一次资本意义上的释放。

图表：腾讯向第三方合作伙伴所开放的平台

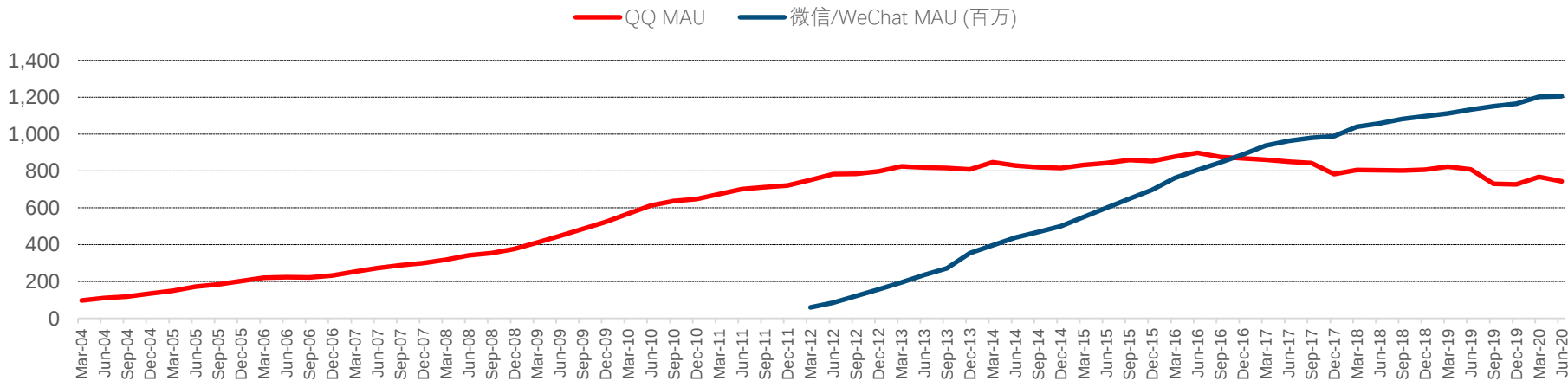


资料来源：驱动之家，《腾讯传》，中信建投

# 2012年：泛娱乐战略，自媒体时代来临

- 2012年3月，在腾讯互娱年度战略发布会上，“泛娱乐战略”第一次被正式提出。其本质在于以IP运营为核心，以游戏运营平台和网络平台为基础，跨平台多领域的商业拓展模式。同月，微信同时在线用户突破1亿。
- 2012年4月，新功能朋友圈的推出，使微信由通讯工具向社交平台平滑升级。同年8月，微信公众平台上线。公众号兼具媒体和电商的双重属性，从此革命性的改变了中国互联网以及媒体产业的生态。

图表：QQ和微信MAU变化趋势，微信以社交平台身份接棒通讯工具龙头地位



资料来源：Questmobile，中信建投

# 2013年：“连接一切”和“互联网+”，通往互联网的未来

- 2013年11月11日，腾讯创业15周年，马化腾发表“通往互联网未来的七个路标”的主题演讲，首次提出“连接一切”和“互联网+”的主张。
- 利用微信、手机QQ和QQ空间，腾讯基本把持了移动互联网的入口。同年7月，腾讯在国家会议中心举办“2013年腾讯合作伙伴大会”。会上腾讯提出要利用三者建立起属于企鹅系的移动互联网生态圈，将腾讯在PC互联网时代的优势延续到移动互联网。

图表：“七个路标”梳理以及之于腾讯“开放生态”的意义

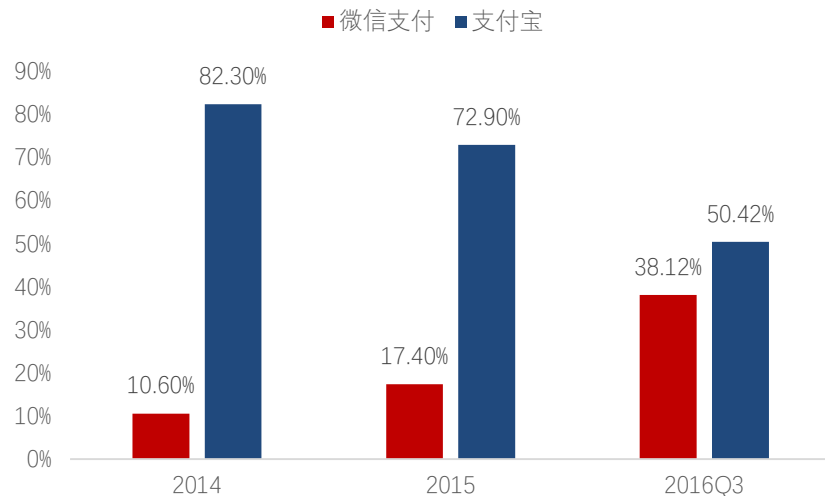
|       | 具体内容       | 对于“开放生态”的意义 |
|-------|------------|-------------|
| 第一个路标 | 连接一切       | 纲领          |
| 第二个路标 | “互联网+”创新涌现 | 想象空间        |
| 第三个路标 | 开放的协作      | 应用          |
| 第四个路标 | 消费者参与决策    | 体现          |
| 第五个路标 | 数据成为资源     | 基础          |
| 第六个路标 | 顺应潮流的勇气    | 行动指南        |
| 第七个路标 | 连接一切的风险    | 风险预警        |

资料来源：腾讯科技，中信建投

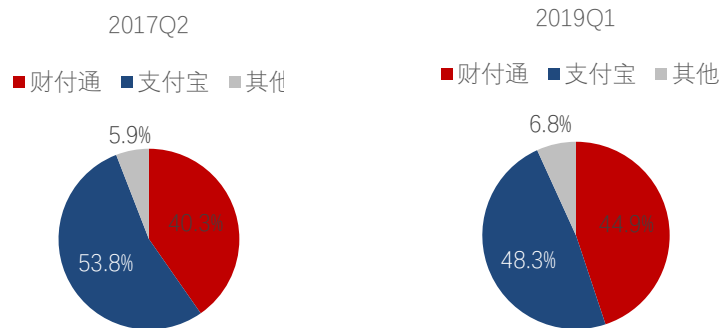
# 2014年：红包大战，击碎通往电商最后一块壁垒

- 2013年8月，腾讯的支付工具财付通与微信打通，推出“微信支付”。
- 2014年春节，微信支付通过“抢红包”，大幅提高了微信支付市占率，从而腾讯在支付赛道上顺利卡位，并为其金融业务的纵深布局奠定了坚实的基础。

图表：2014-2016年，微信支付与支付宝移动端市场份额



图表：2017年后移动支付市场的格局趋于稳定



资料来源：相关公司年报与报告，艾瑞咨询，iiimedia research，中信建投

# 2014年：生态完备，以资本推进开放

- 2014年，在完成生态圈闭环的构建后，腾讯越来越注重移动端的布局，不断发力O2O、电商和本地生活。在细分垂直领域上，与58同城、京东、大众点评这些在垂直领域遥遥领先、实力雄厚、发展坚挺的企业以战略入股的方式成为重点合作伙伴，以腾讯强大的社群性与合作伙伴在垂直领域的专业性强强联合，不断覆盖越来越多的领域，打造完整生态链。

图表：2014年腾讯战略投资布局及开放生态构建（以QQ为例）

图表：小程序在微信时代顺利继承前期开放生态的丰富资源，迅速发展

| 时间       | 相关公司  | 事件                                    | 涉及板块   | 以QQ为例体现与战略伙伴间的开放生态                                       |
|----------|-------|---------------------------------------|--------|----------------------------------------------------------|
| 2014年2月  | 大众点评网 | 腾讯以4亿美元获得大众点评网20%股份，                  | O2O生态  | 腾讯手机QQ增加“吃喝玩乐”入口，全面接入大众点评的商家信息、消费点评、团购等服务                |
| 2014年3月  | 京东    | 腾讯以2.14亿美元收购京东15%的股份，并在京东上市后追加认购5%的股份 | 电商生态   | 京东在手机QQ获得入口，“购物”一栏直通京东页面，用户可以通过手机进行商品的搜索、选购              |
| 2014年6月  | 58同城  | 腾讯以7.36亿美元收购58同城19.9%的股份              | 本地生活服务 | 腾讯手机QQ增加“同城服务”入口用户直接从手机QQ入口进入58同城的服务页面，进行招聘、房产、家政三大生活服务。 |
| 2014年9月  |       | 腾讯斥资1亿美元增持58同城股票                      |        |                                                          |
| 2014年10月 |       | 腾讯再投2300万美金，持有58同城股票比例增至25%           |        |                                                          |



资料来源：notboring, Techweb, 中信建投

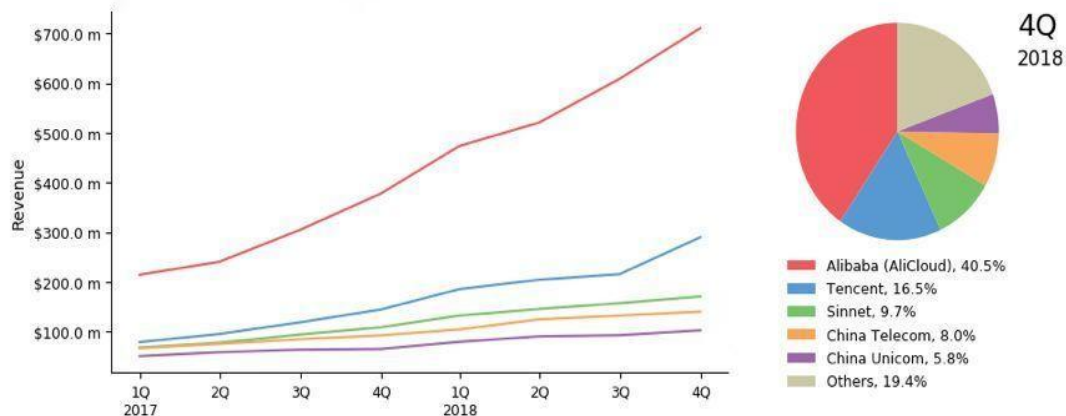
# 2016年：腾讯云专注做连接，开放战略的蜕变

- 在2016年的贵州数博会、“云+未来”峰会、全球合作伙伴大会上，马化腾多次谈及腾讯云。潜行多年的腾讯云一跃而出，此时的腾讯云已为超过百万开发者提供服务，数据中心节点覆盖全球五大洲，行业解决方案覆盖游戏、金融、医疗、电商、旅游、政务、O2O、教育、媒体、智能硬件等多个行业，对外开放的技术能力包括大数据分析、机器学习、人脸识别、视频互动直播、自然语言处理、智能语音识别等。

图表：腾讯云提供的全栈解决方案覆盖众多行业



图表：2017 Q1 ~ 2018 Q4 中国云基础设施服务市场份额，腾讯云稳居第二

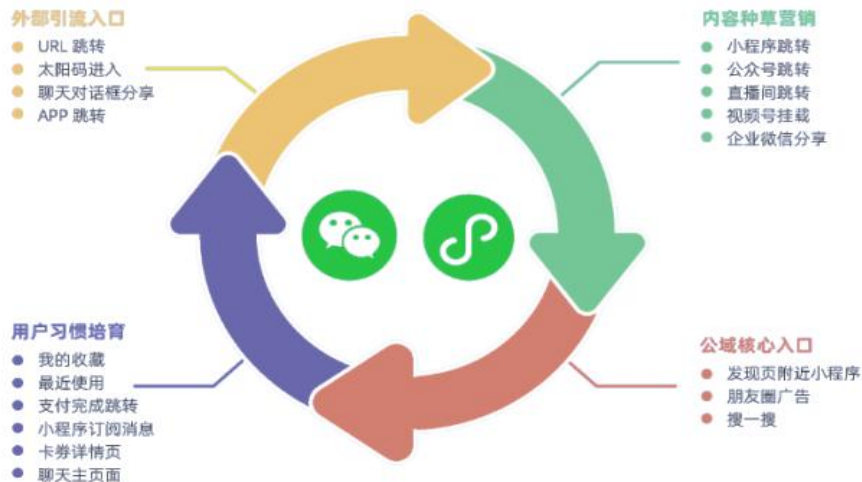


资料来源：Synergy Research Group，腾讯云官网，中信建投

# 2017年：所见即所得，小程序革新移动互联网的连接方式

- 2016年12月，腾讯公司高级副总裁、微信事业群总裁张小龙在2017微信公开课Pro版上宣布小程序将于2017年1月9日上线。“用完即走”，轻量级的特点，让小程序刚上线，就被赋予了打通线下场景的使命。免下载、即用即走，流程简单化完美贴合了线下工具类的使用场景，大大提升用户体验的同时，也为商家提升效率，降低成本。

图表：小程序与微信生态内部充分打通



图表：2017年小程序爆款整理及其关键成就

当年代表性小程序

关键成就

【匿名聊聊】改名【走心聊聊】一天内，PV达1700万

【小睡眠】

上线3日积累用户超100万，截至9月覆盖用户超千万，月留存率达到35-40%；

【小打卡】

上线4个月，用户超过百万，有超过20多万个打卡群，次日留存率超过40%

【群Play】

小程序依靠无聊的敲木鱼玩法，3天被敲60万下

【实用心理测试大全】

小程序3个小时，PV从百万涨到千万

【蘑菇街】

小程序仅用4个月斩获了6000多万的用户，双11销售额更破往年记录

【鲸鱼好物】

双11销售额达到300多万

【圣诞头像】

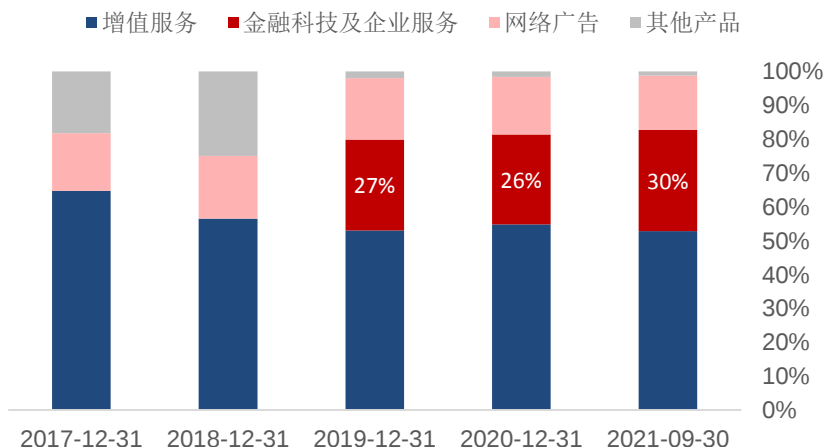
在圣诞节期间一共获得7900多万PV以及741.6万用户

资料来源：阿拉丁小程序统计平台，中信建投

# 2018年：产业互联网，拉开第二增长曲线

- 2018年11月1日，作为腾讯新一轮架构调整后的首次大会，2018腾讯全球合作伙伴大会宣布了腾讯全面发力产业互联网，深耕消费互联网的“两张网”战略。在互联网上半场，腾讯以开放的战略与众多合作伙伴一起，创造性地连接了人与人、人与数字内容、人与服务，聚焦于服务消费级用户。如今，互联网进入下半场，在产业互联网阶段，立足开放的腾讯继续为合作伙伴提供腾讯云、人工智能、安全、大数据等“数字化工具”，打造产业互联网时代的新型基础设施。

图表：腾讯2B业务营收在腾讯总体收入中占比越来越高，目前维持在1/3左右 图表：腾讯产业互联网布局思路



**轻量级服务**  
数字化触达工具

- 中小企业为主
- 单个环节或单个场景有数字化的需求
- 成本预算低
- 追求短期见效

**深度服务**  
行业解决方案: 智慧产业

- 中大型企业为主
- 拥有全方位数字化转型需求
- 成本预算高

**生态共建**  
技术研发 解决方案 企业发展

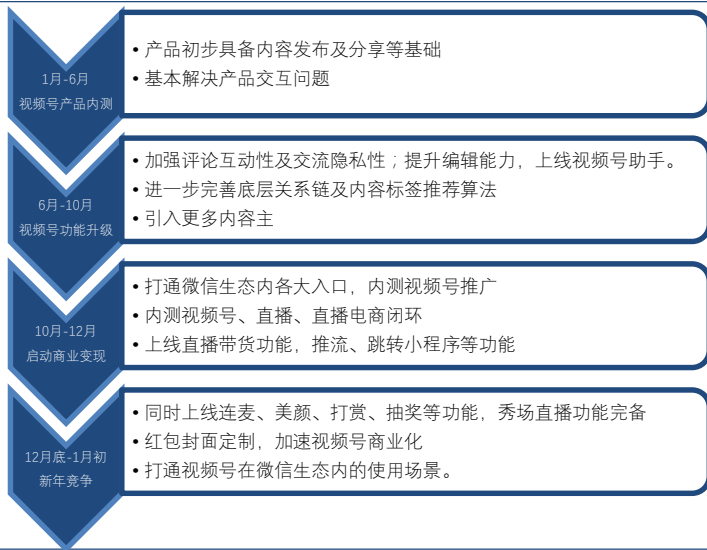
- 能够弥补腾讯产业互联网布局的各类缺口
- 拥有关键性技术、了解行业know-how

资料来源：Wind，亿欧智库，中信建投

# 2020年：视频号崛起，人人都可以创作的开放内容平台

- 2020年1月微信公开课Pro上，张小龙透露微信将“发力短内容”，1月底“视频号”开始内测。视频号作为微信少有的带有公域流量入口的重要产品，是标志着微信内容从封闭式平台向半开放式平台转变的产品，是微信进一步完成“连接一切”野心的重要布局。

图表：2020视频号的发展与迭代



图表：视频号与微信支付打通，赋予微信生态新活力



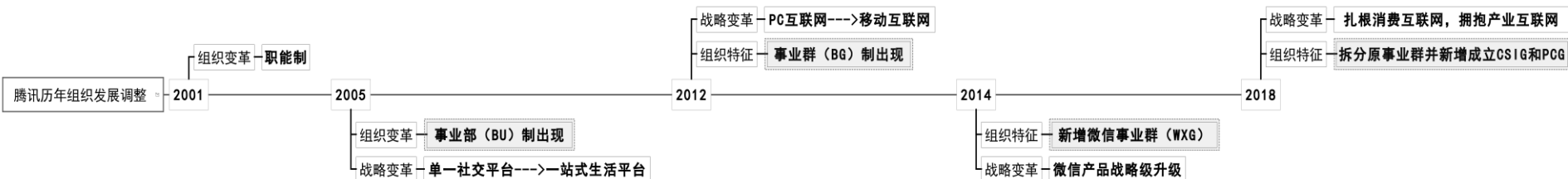
资料来源：微信公开课，中信建投

## 三、开放生态战略：组织架构及投资战略

# 腾讯历年组织架构调整：自我进化，适时而变

- 组织管理层面，腾讯经历了由“职能制”、“事业部制”向“事业群制”转型的过程。其中“事业群制”组织生产方式边界鲜明，大幅提高产品开发效率。腾讯各事业群将拥有更清晰明确的方向和分工，更闭环高效的决策机制，公司基础服务平台也在各事业群之间共享。
- 战略变革层面，腾讯根据自身战略发展方向适时自我修正。公司顺应时代潮流，成功抓住发展机遇，其中包括由单一社交平台向一站式生活平台转变、PC互联网到移动互联网转型等战略变革以及拥抱产业互联网的第二增长曲线。
- 站在开放生态的角度思考腾讯历年组织架构变革，我们发现腾讯以事业群的形式，更加有效地建立“强化核心平台+聚焦关键业务+扶持产业链合作伙伴”的有机格局，进一步推动行业生态系统实现开放共赢。

图表：腾讯历年组织架构调整梳理及战略变革

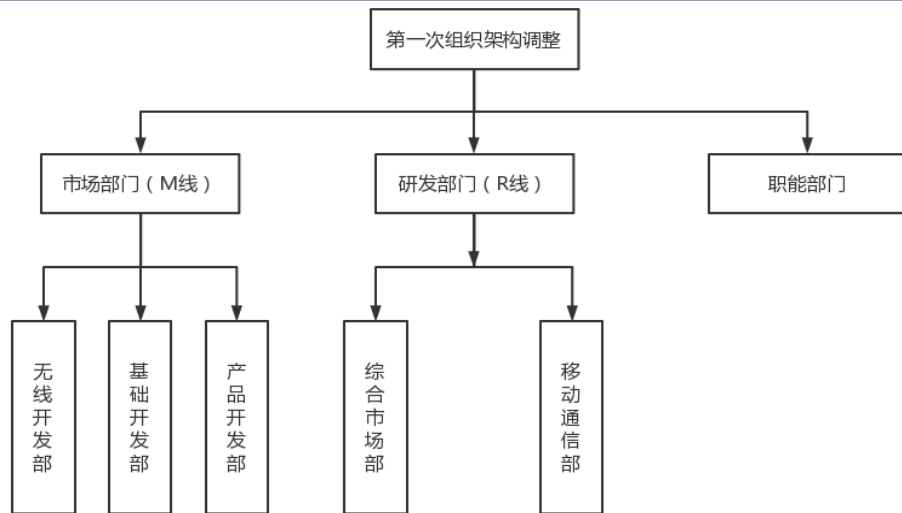


资料来源：《腾讯传》，Techweb，中信建投

# 2001年：第一次组织架构调整，职能制助力高速扩张

- 随着“移动梦网”业务的进一步展开，创始人们对腾讯的组织架构进行了第一次改造。2001年11月10日“移动梦网”计划正式开通，中国移动采取开放的态度鼓励各合作商加入。因“移动梦网”业务顺利开展，腾讯第一次在财务报表上实现单月盈亏平衡。
- 职能制组织架构对腾讯早期的快速扩张发挥了至关重要的作用。

图表：腾讯第一次组织架构调整（2001年）

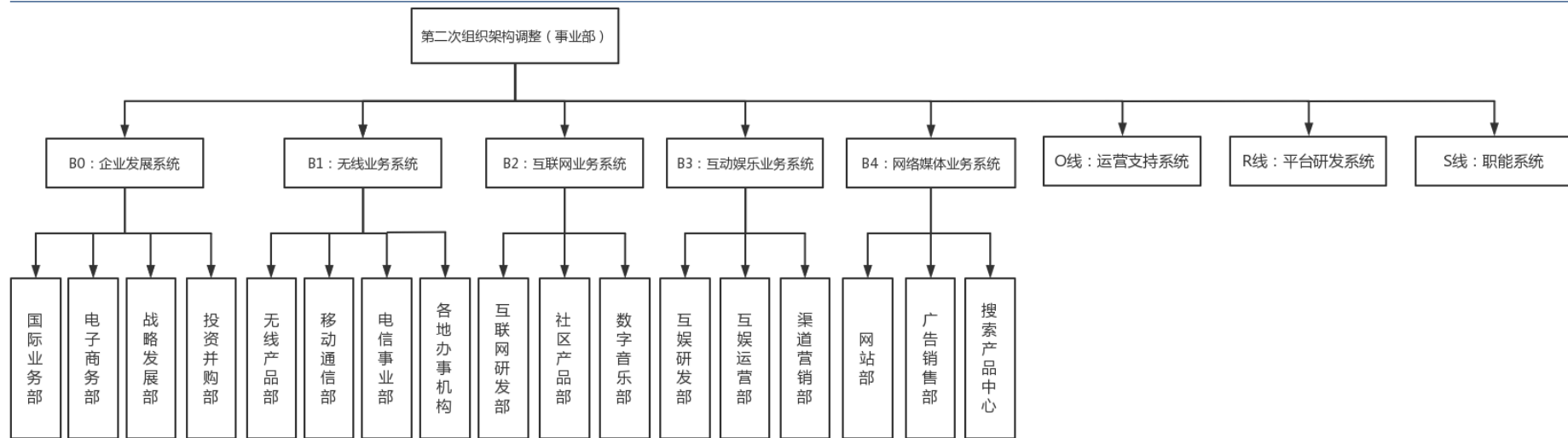


资料来源：腾讯科技，中信建投

# 2005年：第二次组织架构调整，事业部制以“产品”为核心

- 随着公司产品类型增加，公司内部多业务资源抢占严重，因此腾讯宣布进行第二次组织架构调整。公司的组织架构被划分为8个序列，分别由5个业务部门和3个服务支持部门组成。各业务部门（事业部）以产品为导向，专案开发，分工运营。
- 同年，“在线生活”战略提出，腾讯通过组织变革即事业部制的引入，强调强而高效的执行力，以“产品”为导向积极推动业务发展

图表 腾讯第二次组织架构调整（2005年）

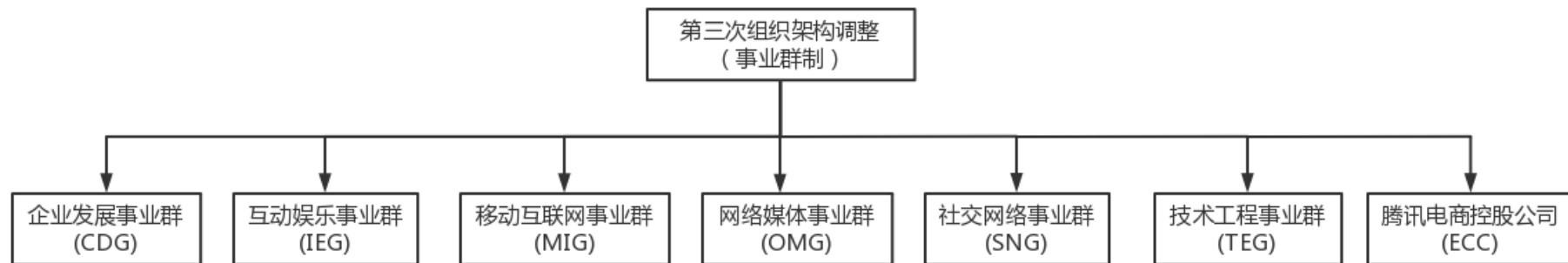


资料来源：腾讯科技，中信建投

# 2012年：第三次组织架构调整，事业群制聚焦用户与产业

- 腾讯各个业务部门由于架构的限制，已经不能完全满足用户的新需求，因此腾讯决定从用户需求的角度、从产业发展的角度第三次重调组织架构。事业群充分发挥灵活、敏锐、创新的“小公司”精神以及互联网“聚焦、快速、灵活”的优势。
- 从PC互联网向移动互联网升级，建立开放生态。腾讯所有业务PC端与移动端融为一体，同时各BG平台必须进一步扩大开放范围，以“开放协同、产业共赢”为目标提升开放能力。

图表：腾讯第三次组织架构调整（2012年）

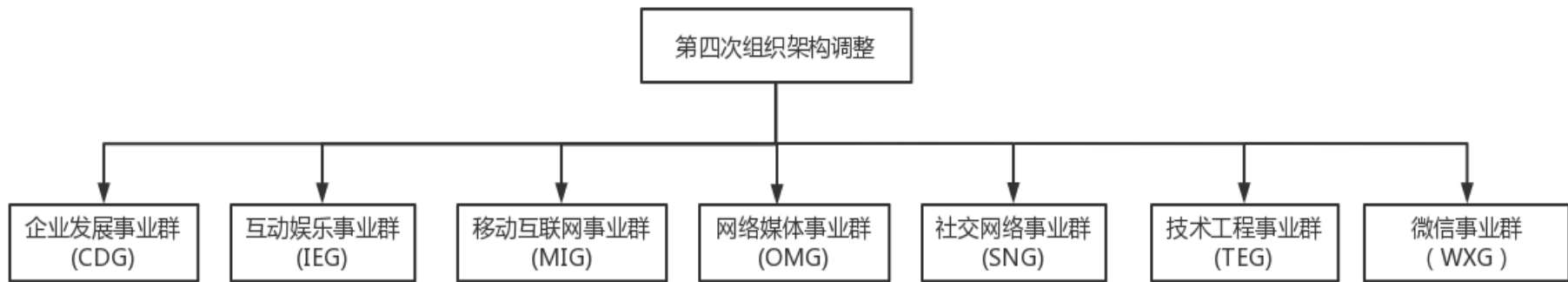


资料来源：Techweb，中信建投

# 2014年：第四次组织架构调整，微信事业群战略升级

- 2014年5月6日，腾讯宣布成立微信事业群（WXG），微信由一支产品升级为战略级的业务体系。此次调整使微信承担起腾讯在移动互联网时代战略转型与业务持续增长的重任，也为腾讯建设开放生态注入了源源不断的发展动力。
- 微信最终帮助腾讯彻底赢得了移动互联网的船票。同时公司撤销腾讯电商控股公司，将其实物电商业务并至2014年3月刚刚入股的京东；O2O业务并至微信事业群。

图表：腾讯第四次组织架构调整（2014年）

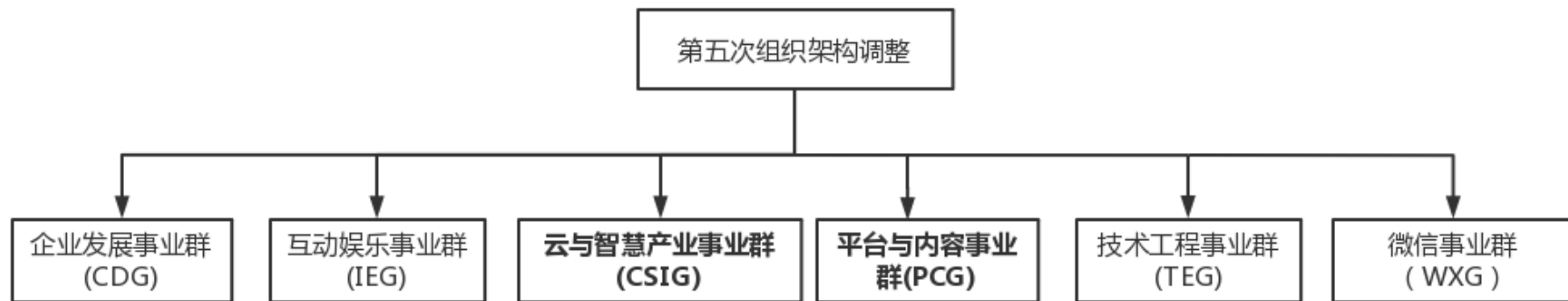


资料来源：Techweb，中信建投

# 2018年：第五次组织架构调整，迈向互联网下半场

- 930变革新增了云与智慧产业事业群(CSIG)和平台与内容事业群(PCG)两大事业群。其中云独立自原社交网络事业群(SNG)，内容则源自网络媒体事业群(OMG)。其次，把原社交与效果广告部(SPA)与原网络媒体事业群(OMG)广告线整合，成为企业发展事业群(CDG)下新的广告营销服务线(AMS)。
- 扎根消费互联网，拥抱产业互联网。通过数字技术为产业升级，助力产业与消费者形成更具开放性的新型连接生态，从而创造巨大的社会和产业价值。

图表：腾讯第五次组织架构调整（2018年）



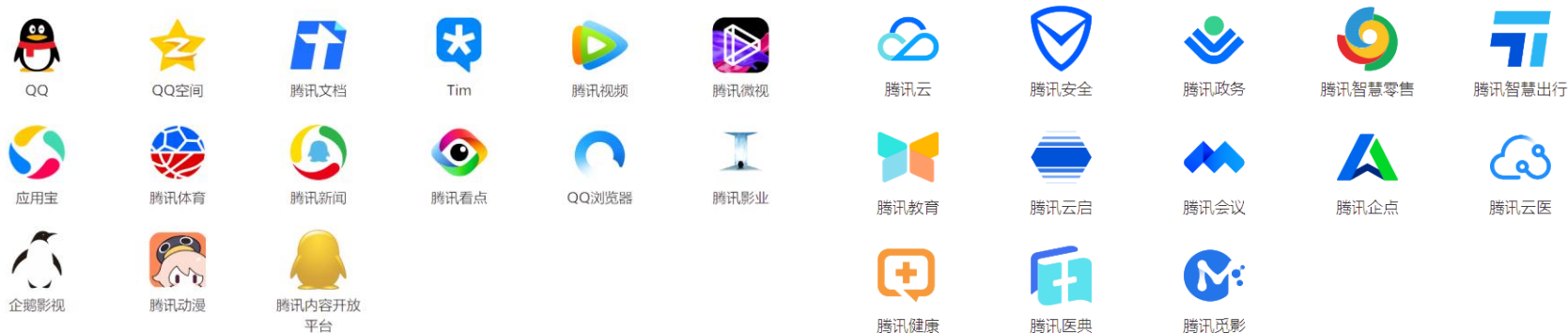
资料来源：Techweb，中信建投

# 2018年：第五次组织架构调整，迈向互联网下半场

- 新成立的平台与内容事业群（PCG）将对 MIG、SNG、OMG 中，与社交平台、流量平台、数字内容、核心技术等强关联、高融合性的版块拆分重组。产品涉及 QQ、QQ 空间、腾讯视频、腾讯新闻、天天快报等。腾讯的用意在于促进社交平台、内容产业和技术更深度融合。
- 云与智慧产业事业群（CSIG）致力于帮助医疗、教育、交通、制造业等行业智能化、数字化转型。整合包括腾讯云、智慧零售、腾讯地图、安全产品等核心业务线。

图表：2022年平台与内容事业群（PCG）主要业务线

图表：2022年云与智慧产业事业群（CSIG）主要业务线

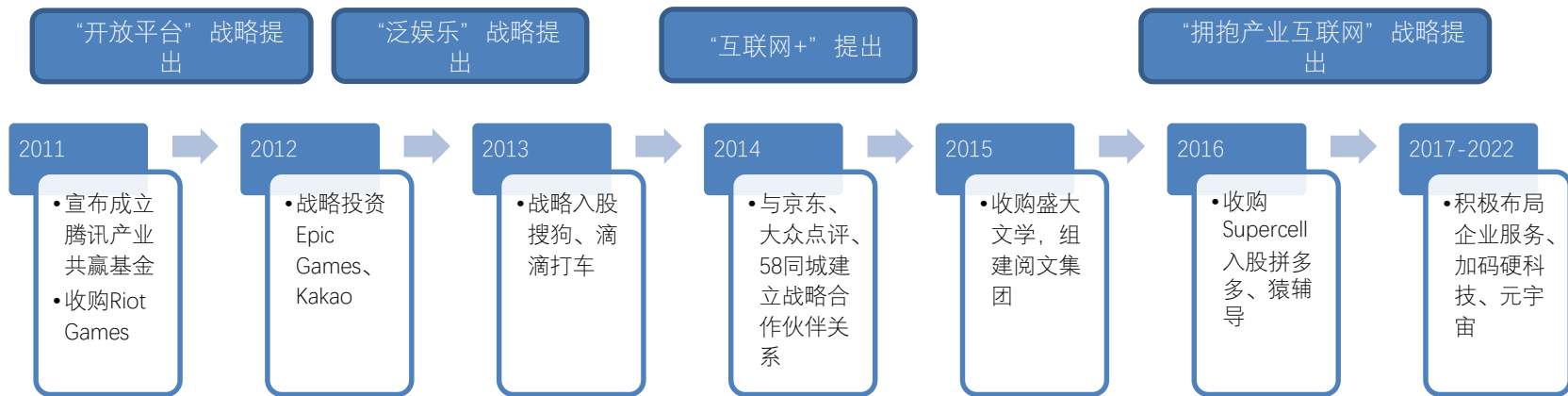


资料来源：腾讯校招，中信建投

# 腾讯历年投资战略跟踪：扎根消费互联网，拥抱产业互联网

- 截止至2022年3月，腾讯共发生1300+起投资事件，其中国内1000+起，海外250+起。
- 腾讯投资风格是一种圈层式的投资方式，核心是“社交+内容”，越趋近中心圈层腾讯的控制力就越强，而在较远的领域，腾讯采用少数股权为主的投资方式构建生态，输出基础能力给合作伙伴，进而获得进入新领域的机会。

图表：腾讯投资大事记（2011年-2022年）

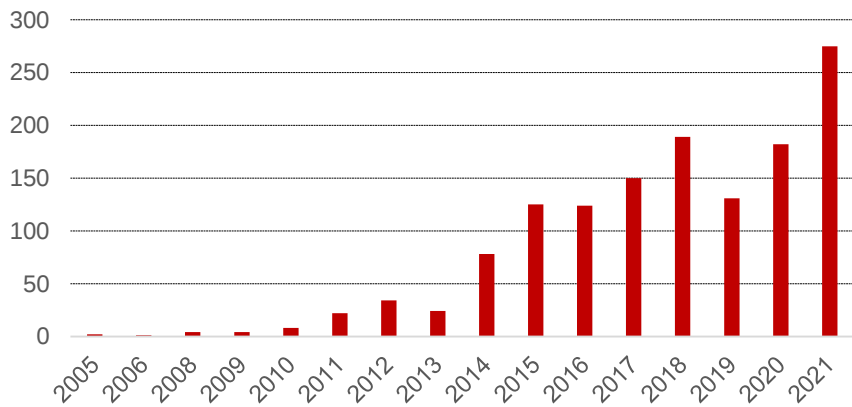


资料来源：腾讯官网，IT桔子，中信建投

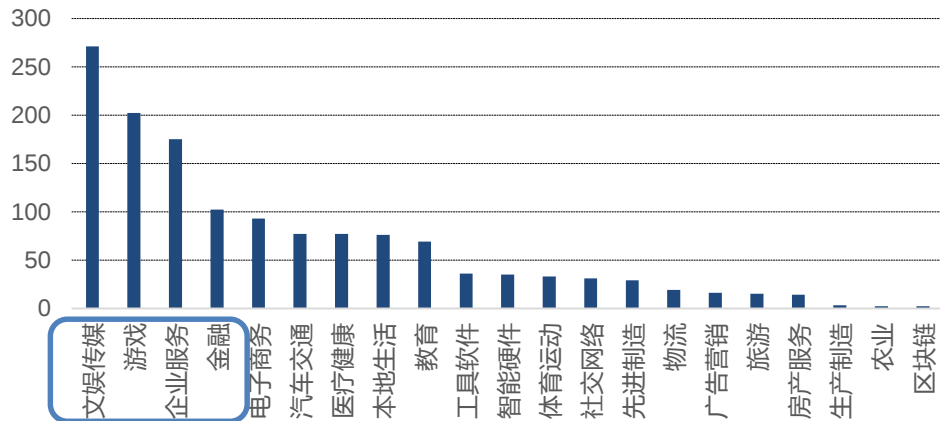
# 腾讯历年投资战略跟踪：扎根消费互联网，拥抱产业互联网

- 腾讯在To C领域的投资紧紧围绕“社交+内容”。从2011年开始的内容产业布局为公司造成了战略级的影响，“泛娱乐”成为公司“互联网+”战略最积极的实验者。
- 腾讯在To B领域的投资内部定义为“产业生态投资”，聚焦技术方案生态、行业解决方案生态、关键技术卡位三个领域，并重视投后的内部整合与资源嫁接。腾讯的产业生态投资由业务部门和投资部门共同推动，投资全面服务于公司自身业务的成长。

图表：腾讯自2005年以来发起投资数量



图表：腾讯发起投资所聚焦行业

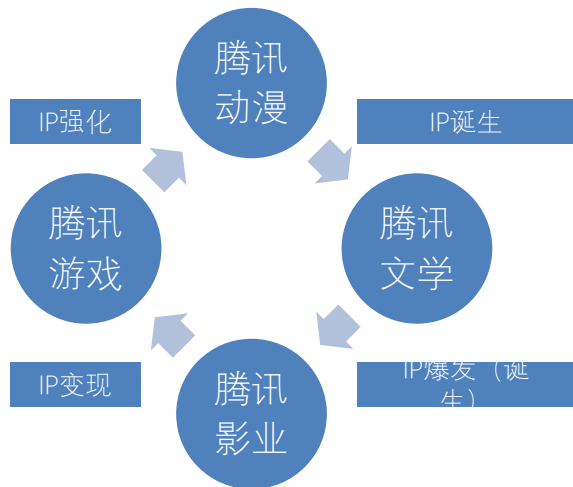


资料来源：IT桔子，中信建投

# 数字内容：泛娱乐的环形生态

- 弃搜索（2012年，SOSO并入搜狗），抛电商（2014年，拍拍网并入京东），腾讯专注连接与内容，打造泛娱乐业务环形生态。
- 阅文集团脱胎于起点基因与腾讯生态的强强联合，是腾讯投资版图中至关重要的布局之一，用来弥补图文时代微信生态内部的内容不足。阅文协同腾讯已经构建了以IP为中心的IP孵化、内容分发网络、衍生品制作开发的完整内容生态。

图表：腾讯泛文娱环形生态简图



图表：以阅文集团为例体现腾讯如何通过投资并购建构泛文娱版图

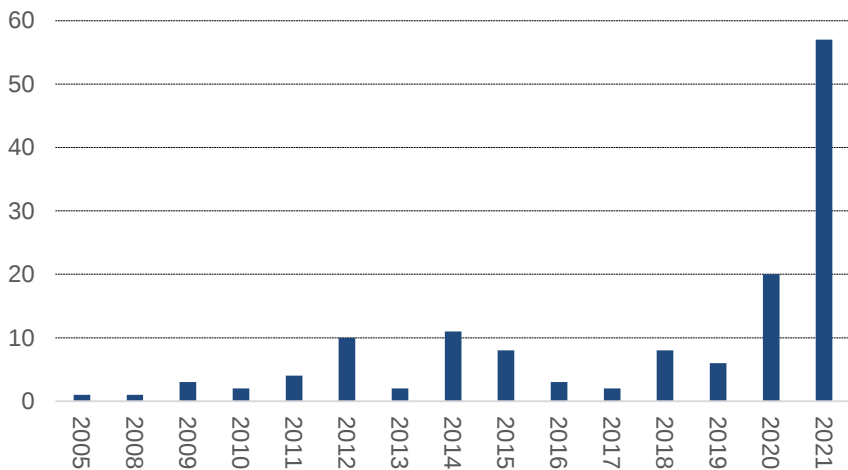
| 时间    | 关键事件                                               | 腾讯投资特点概括          |
|-------|----------------------------------------------------|-------------------|
| 2002年 | 吴文辉、商学松、林庭锋等人联合创立起点中文网                             | 行业历经野蛮培育期，腾讯伺机而动  |
| 2003年 | 起点中文网推出革命性的VIP付费阅读制度                               |                   |
| 2004年 | 起点中文网被盛大网络收购                                       |                   |
| 2008年 | 盛大网络以起点中文网为基础成立了盛大文学，后续先后收购红袖添香、小说阅读网、潇湘书院等原创文学网站。 | 腾讯自研同时进行          |
| 2010年 | QQ阅读APP上线                                          |                   |
| 2014年 | 腾讯收购盛大文学                                           | 通过投资扩展业务版图，突破发展瓶颈 |
| 2017年 | 腾讯将旗下的网络文学业务分拆为阅文集团，在港交所独立上市                       | 被投资主体保有完整性        |
| 2018年 | 阅文收购影视制作公司“新丽传媒”                                   | 通过并购强化产业链上下游联动关系  |

资料来源：中信建投

# 游戏：国内投资紧跟“端改手”浪潮，强化细分赛道产品力

- 国内投资方面，腾讯共发生140起投资事件，完成对国内109家游戏开发商的投资。
- 在腾讯较为薄弱的MMORPG、回合制RPG、ARPG、SLG品类上，主要从祖龙娱乐、掌趣科技、盛趣游戏、西山居等腰部厂商获取产品代理，来弥补上述品类的短板。在更小众的品类上，如卡牌、放置、二次元、女性向，腾讯主要依靠投资小而美的工作室。

图表：腾讯2011年1月-2022年2月国内游戏行业投资事件



图表：腾讯通过战略投资强化自身全品类竞争力（下列代表实例）

| 公司名称      | 融资日期 | 融资轮次   | 融资金额    | 融资结果                                 |
|-----------|------|--------|---------|--------------------------------------|
| 西山居       | 2017 | 战略投资   | 1.43亿美元 | 获得《剑侠情缘》、《剑网》的代理权                    |
| 祖龙娱乐      | 2019 | 战略投资   | 数千万人民币  | 获得《龙族幻想》、《万王之王3D》、《鸿图之下》、《诺亚之心》的代理权。 |
| 盛大游戏-盛趣游戏 | 2018 | 战略投资   | 30亿人民币  | 获得《热血传奇》、《传奇世界》、《龙之谷》和《龙之谷2》的代理权     |
| 掌趣科技      | 2017 | IPO上市后 | 4.9亿人民币 | 获得《全民奇迹2》、《街霸：对决》的代理权                |

资料来源：IT桔子，中信建投

# 游戏：海外投资获旗舰端游代理权，深度绑定海外游戏巨头

■ 海外投资方面，自2005年腾讯入股韩国游戏公司Gopets至2022年2月，腾讯在海外共进行了62起投资，入股全球54家游戏公司，并购11家全资子公司，分布于全球4大洲，17个国家或地区。

■ 腾讯在投资海外游戏公司后不会对游戏开发做过多的干预，给予海外游戏公司充分的自主权，腾讯“共生”的投资理念获得业界认可。

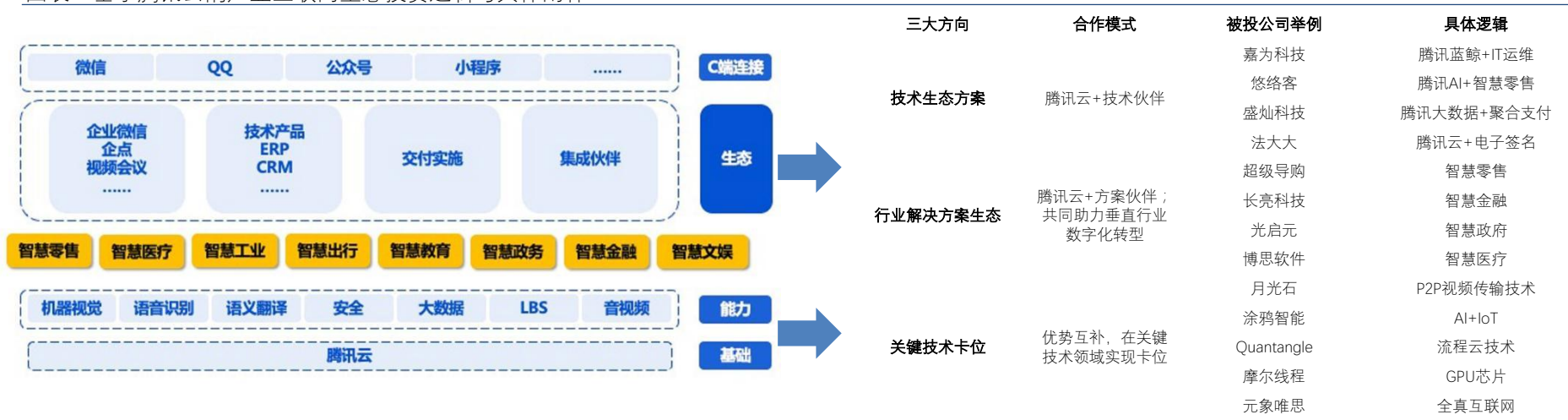
图表：腾讯2011年1月-2022年2月海外游戏行业投资事件（包含全部并购事件及主要战略投资事件）

| 公司名称                    | 细分席行业   | 地区      | 融资年份 | 融资轮次 | 融资金额      | 代表作                     |
|-------------------------|---------|---------|------|------|-----------|-------------------------|
| Riot Games              | 游戏开发商   | 北美洲-美国  | 2011 | 并购   | 16.79亿人民币 | 《英雄联盟》                  |
| Epic Games              | 游戏开发商   | 北美洲-美国  | 2012 | 战略投资 | 3.3亿美元    | 《堡垒之夜》《战争机器》            |
| ZAM                     | 游戏媒体及社区 | 北美洲-美国  | 2012 | 并购   | 未透露美元     | wowhead《魔兽世界》主题数据库站点    |
| 动视暴雪Activision Blizzard | 游戏开发商   | 北美洲-美国  | 2013 | 战略投资 | 数亿美元      | 《使命召唤》《魔兽世界》            |
| Miniclip SA             | 游戏开发商   | 欧洲-瑞士   | 2015 | 并购   | 未透露美元     | 《8BallPool》             |
| Sea Limited             | 其他游戏服务  | 亚洲-新加坡  | 2016 | D轮   | 1.7亿美元    | 《Free Fire》             |
| Supercell               | 游戏开发商   | 欧洲-芬兰   | 2016 | 并购   | 86亿美元     | 《部落冲突》、《卡通农场》、《海岛奇兵》    |
| Ubisoft育碧               | 游戏开发商   | 欧洲-法国   | 2018 | 战略投资 | 4.5亿美元    | 《刺客信条》《彩虹六号》系列          |
| Grinding Gear Games     | 游戏开发商   | 大洋洲-新西兰 | 2018 | 并购   | 6800万美元   | 《流亡之路》                  |
| Sharkmob                | 游戏开发商   | 欧洲-瑞典   | 2019 | 并购   | 未透露欧元     | 《全境封锁》                  |
| Klei Entertainment      | 游戏开发商   | 北美洲-加拿大 | 2021 | 并购   | 未透露美元     | 《饥荒》、《隐形公司》、《节奏地牢》      |
| Crytek                  | 游戏开发商   | 北美洲-美国  | 2021 | 并购   | 23亿人民币    | 《猎杀对决》                  |
| Sumo Group              | 游戏开发商   | 欧洲-英国   | 2021 | 并购   | 12.7亿美元   | 《杀手2》、《除暴战警3》           |
| yager                   | 游戏开发商   | 欧洲-德国   | 2021 | 并购   | 未透露欧元     | 《特殊行动：一线生机》、《The Cycle》 |
| Bloober Team            | 游戏开发商   | 欧洲-波兰   | 2021 | 并购   | 1.26亿人民币  | 《灵媒》、《层层恐惧》、《观察者》       |

# 产业互联网-企业服务：构建生态，卡位技术

- 腾讯的产业互联网投资由业务部门和投资部门共同推动，聚焦于“技术方案生态+行业解决方案生态+关键技术卡位”，投资全面服务于公司自身业务的成长。
- 在产业互联网方面，腾讯所投资的云服务和智慧产业类公司如有赞、微盟、东华软件等公司基于微信小程序和腾讯云帮助客户开发服务小程序或线上商城。微信的丰富度不仅仅来源于自有内容和自家产品，也来自于深度结合的外部生态内容。

图表：基于腾讯云的产业互联网生态投资逻辑与具体阐释



资料来源：IT桔子，全球数字生态大会，中信建投

# 产业互联网-金融科技：打通生态，形成闭环

- 支付业务是腾讯金融科技的基石，重点产品包括微信支付、QQ钱包等。在支付业务的基础上，公司还通过控股或参股方式打通金融科技领域业态，进一步延伸布局财富管理、证券、企业金融、民生服务等其他金融业务。其中企业金融业务构建了To B和To G的金融基础设施，满足小微企业的金融需求，是生态闭环的关键基础。

图表：腾讯通过控股或参股的方式打通金融科技领域业态

| 金融牌照                | 持牌公司    | 腾讯持股比例                     |
|---------------------|---------|----------------------------|
| 基金支付牌照、第三方支付牌照、小额贷款 | 财付通     | 财付通支付科技有限公司，腾讯持股100%       |
| 民营银行                | 微众银行    | 深圳前海微众银行，腾讯持股30%           |
| 虚拟银行                | 富融银行    | 由腾讯、工商银行、港交所等5家公司合资成立的虚拟银行 |
| 基金销售牌照              | 好买基金销售  | 腾讯持有25.69%股份，为第一大股东        |
| 基金销售牌照              | 腾安基金销售  | 腾安基金销售(深圳)有限公司，腾讯持股100%    |
| 证券                  | 中金公司    | 腾讯持股4.95%                  |
|                     | 富途证券    | 腾讯持股38.2%                  |
|                     | 腾诺保险经纪  | 北京腾诺保险经纪有限公司，腾讯持股100%      |
| 保险                  | 微民保险代理  | 腾讯的首家保险代理公司，持股73.3%        |
|                     | 众安保险    | 众安在线财产保险股份有限公司，腾讯持股10.2%   |
|                     | 香港英杰华保险 | 英杰华、高瓴资本、腾讯共同成立，腾讯持股20%    |
|                     | 水滴互助    | 天使轮+ABCD轮+战略投资             |

## 四、开放生态的当前成果

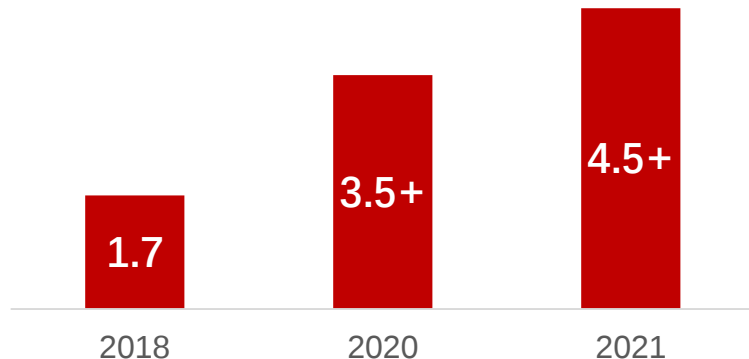
# 小程序：入口的革新，开放生态的核心纽带

- 作为微信生态的核心纽带，小程序连接企业微信、微信支付、微信搜一搜、微信公众号等微信平台，持续释放商业价值与社会价值。
- 小程序大力促进企业数字化转型升级，加速中国数字经济与实体经济融合发展，微信生态衍生的就业机会超 3600 万，小程序已成为微信带动就业的核心引擎，为国家稳就业提供重要支撑。

图表：小程序发展形式多样，具有强工具性



图表：小程序日活（亿人）逐年攀升，带来丰富想象空间

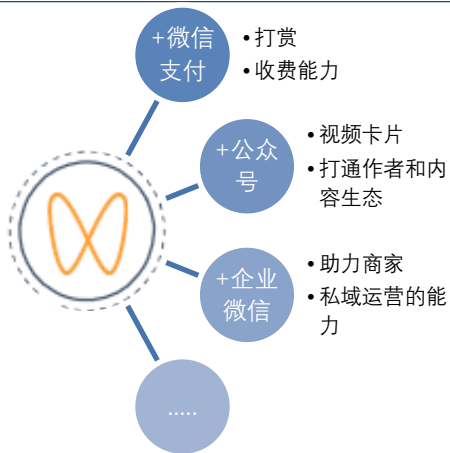


资料来源：腾讯公开课，中信建投

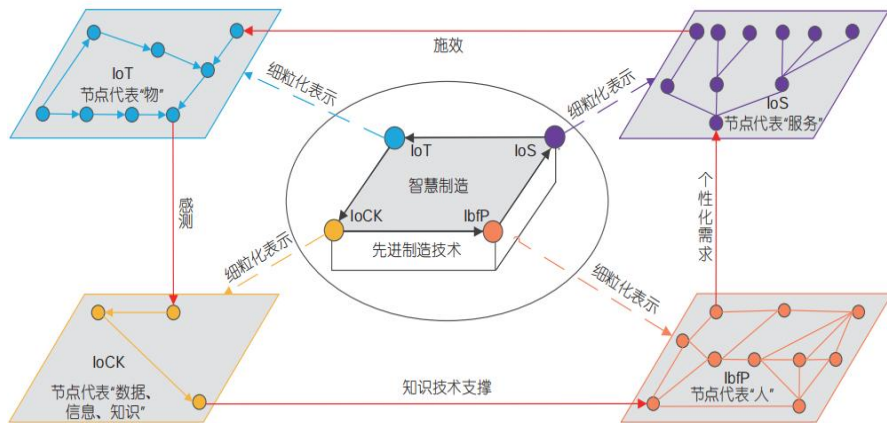
# 视频号：最原子化的内容组件，开放生态的基本单位

- 视频号已成为微信生态重要一环，短时间内迅速 补齐 “短视频+直播” 功能。主打全开放，鼓励原创，目前以关系链推荐为主，在内容视频化趋势下，微信将继续完善直播及短视频功能满足用户需求。
- 重看网络效应，视频号的核心逻辑在作为区别于公众号图文类内容组件的新原子化基本单位，可以自然融入微信生态，并在社交关系链内自由流转以促进社交连接点的再激活。

图表：视频号与微信内部其他功能间的互动与相互激发



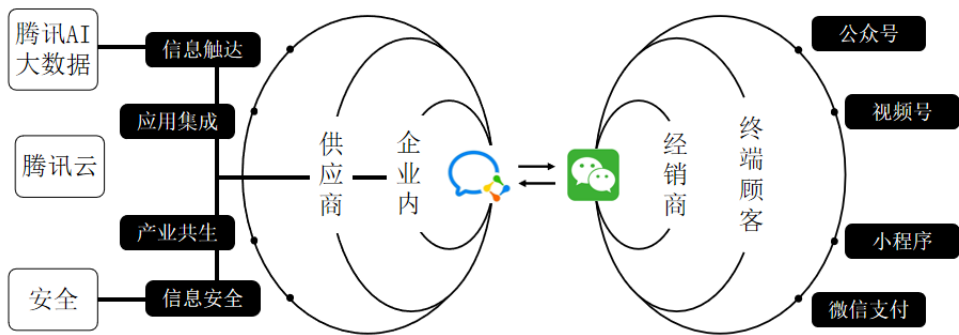
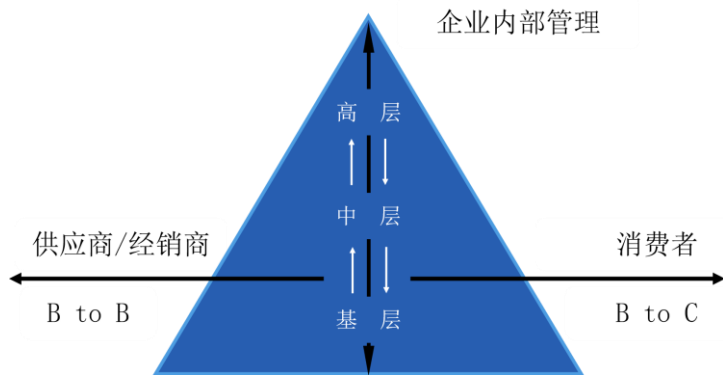
图表：人际网激活，未来网络化社会“四网”关系得以顺利打通



# 企业微信：连接创造价值，开放生态的连接方式

- 连接企业与微信生态，对内让信息流转高效，对外连接庞大用户群体。
- 根据德国工业4.0“二维理论”，企业微信致力于从横向、纵向两个维度推进工业体系的数字化转型。纵向：连接管理的敏捷度，助力实现从高层管理到基层员工的信息顺畅、快速传递；横向：连接市场的敏感度，达成企业内部与上下游产业链/消费端的连接与协同。

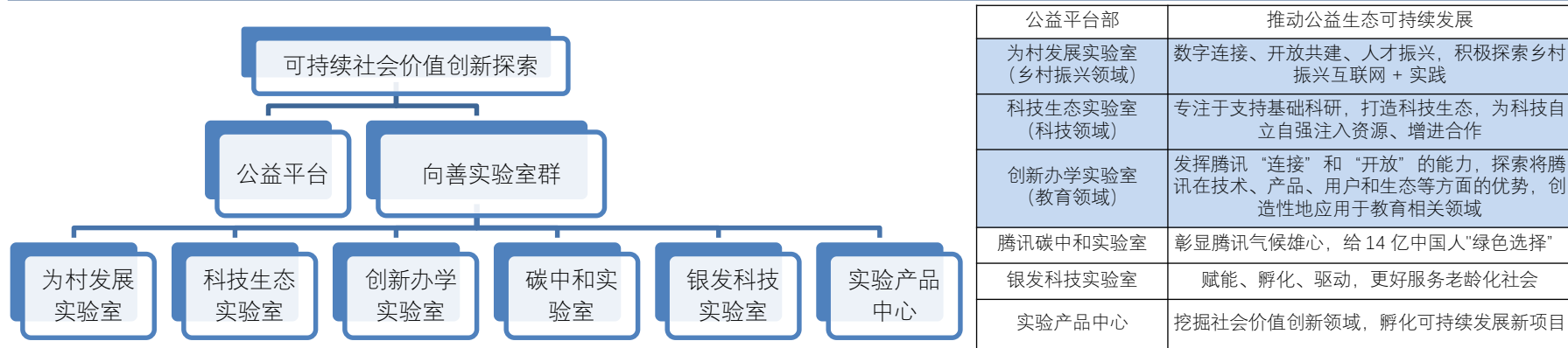
图表：“二维理论”要求企业数字化转型过程中解决内外部的关联问题 图表：企业与微信生态相连，数字化转型创造新价值



# 推动可持续社会价值创新：开放生态的新战略

- 2021年4月19日，腾讯董事会主席兼首席执行官马化腾携公司代表腾讯集团发布了《推动可持续社会价值创新》的致员工信，宣布了“扎根消费互联网，拥抱产业互联网，推动可持续社会价值创新”的大战略。
- 这次战略升级，将腾讯公益平台与企业社会责任部进行升级，在企业发展事业群（英文简称CDG）下设立可持续社会价值事业部，由原分管腾讯新闻的副总裁陈菊红担任负责人。同时，腾讯宣布将首期投入500亿元用于可持续社会价值创新，对包括基础科学、教育创新、乡村振兴、碳中和、FEW（食物、能源与水）、公众应急、养老科技和公益数字化等领域展开探索。

图表·公司可持续社会价值创新探索及相关开放理念宗旨



资料来源：腾讯社会责任报告，中信建投

# 总结：开放生态和社会价值-流量白洞，微信连接一切

- 微信跨越即时聊天、图文阅读、图文社交、金融支付、生活/商业服务、短视频/直播等核心阶段以后，产品的包容性已超越各垂直赛道的独立 App 应用，具有保持生态内容原生性和外部内容导入性的持续生命力。

图表：微信生态及其与公司主营业务联系



资料来源：腾讯官网，中信建投

## 公司主营业务

## 微信生态的连接关系

### 游戏业务-发行环节

微信发现页中的“游戏”入口  
打造基于微信好友关系的游戏  
社交圈。

### 广告业务

通过朋友圈、看一看界面、订  
阅号消息区界面等重要流量曝  
光区，微信逐步释放广告商业  
化潜力。

### 云与产业服务业务

小程序和企业微信已经完成初  
步的商业生态闭环，并形成  
B2B2C 模式。

### 金融科技服务业务

微信支付形成简洁统一的金融  
服务、生活服务、公用服务和  
购物消费的入口。

# 总结：开放生态和社会价值-科技向善，赋能实体经济

- 开放生态是最对的选择，更是最好的选择。纵观公司历年发展战略和组织架构调整，公司在不断迭代和进化中走向开放；微信全生态的流量白洞特性，也决定了公司需要在开放生态中变现，在连接人与人、人与工具、人与内容的过程中赋能实体经济，创造价值。

图表：由夯实基础设施到赋能实体经济，科技与产品是通往开放的桥梁（数据截止于2021.11）



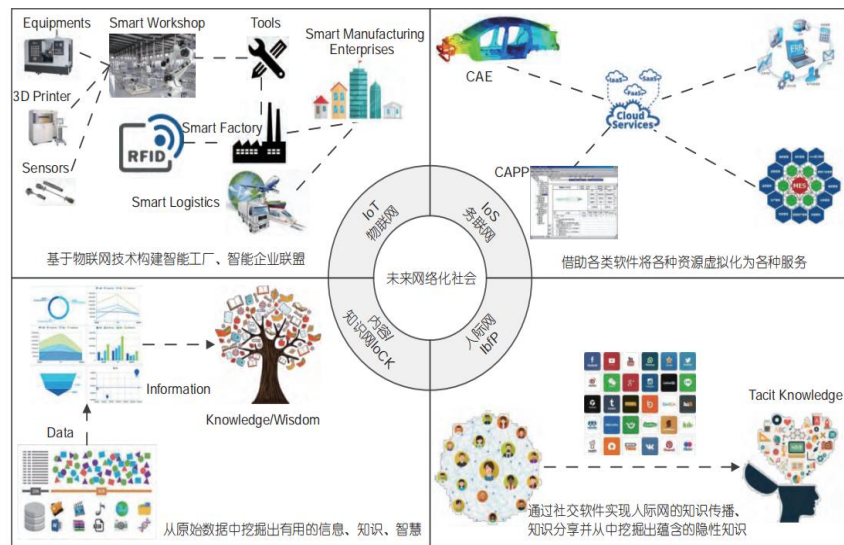
资料来源：腾讯官网，中信建投

## 五、开放生态的未来

# 产业互联网：潜力无限的第二增长曲线

- 人际网、内容网、务联网、物联网已成为支撑未来网络化社会的四大支柱。腾讯的开放生态不仅体现在各网内构建联系，即打通人际、信息、服务、工具内部的壁垒，更体现在其巧妙打通网间关系，真正实现未来网络化社会连接与开放的智慧！
- 腾讯通过“数字方舟”计划，支持中小微企业数字化转型，重点帮助六大领域，更大范围、更深程度推行普惠性“上云用数赋智”

图表示服务来智能制造时代以产业互联网为基础的“四网”连接体系



图表：腾讯“数字方舟”计划数字化转型重点帮助领域及其实践方式

| 帮助领域 | 核心思路                                         | 具体措施                                                                                             |
|------|----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 农业领域 | 腾讯为农村提供专属的信息服务平台“为村”。                        | 免费为国家建档立卡贫困村、革命老区、边疆少数民族地区，以及粤东西北所辖行政村等提供信息服务                                                    |
| 工业领域 | 腾讯面向中小微企业提供开放普惠化的转型产品和服务。                    | 在全国建设 10 个云启产业基地，扶持当地中小企业数字化转型；通过“企复计划”降低中小企业的云成本，限期免费提供云基础资源；为 10 万多家中小微企业免费提供企业微信、腾讯会议等在线办公应用； |
| 商业领域 | 腾讯面向中小微企业商家提供 C2B 的引流拓客服务和数字化工具。             | 在广告侧，免费为中小微企业商家提供引流拓客产品，并提供补贴；在销售侧，联合 300 万生态企业，免费为线下餐饮商户提供小程序外卖与预点单业务系统和运营指导。                   |
| 教育领域 | 腾讯针对教育行业服务商推出专项扶持政策，设立 10 亿教育基金，支持教育行业数字化升级。 | 为 K12 学校免费提供在线教育工具和内容；为企业免费提供腾讯乐享平台，帮助企业进行线上员工培训、考试等。                                            |
| 医疗领域 | 腾讯为抗疫机构开放计算能力和开源模块。                          | 免费为一流科研团队开放超算能力，加速病毒药物研发                                                                         |
| 文娱领域 | 腾讯发起“春光计划”，帮助线下文旅机构开展线上运营，用数字化手段助力全国文旅产业复苏。  | 免费为全国景区博物馆提供在线直播活动，给予优质文创产品流量支持；同时，在全国范围内扶持 1,000 个景区博物馆的短视频账号，                                  |

资料来源：腾讯2020社会责任报告，中国知网，中信建投

# 投资布局：用资本发挥流量优势

■ 投资布局与业务深化并行，公司利用“流量”+“资本”优势，“优势领域深耕强化”叠加“新兴领域积极布局”赋予公司长远发

图表示：2017-2021年投资版图与重点公司(单位：亿元)

| 亿元   | 本地生活     |          | 电商零售                                          |          | 教育       |                                                                                              | 金融       |          | 企业服务                               |          | 文化传媒     |                                                                            | 游戏       |          | 医疗健康                                                                                    |          | 汽车交通     |                                                                                             | 其他       |          |                                                     |       |    |                                                         |       |    |                                  |       |    |                                                                                  |
|------|----------|----------|-----------------------------------------------|----------|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------|----------|------------------------------------|----------|----------|----------------------------------------------------------------------------|----------|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------|----------|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------|----------|-----------------------------------------------------|-------|----|---------------------------------------------------------|-------|----|----------------------------------|-------|----|----------------------------------------------------------------------------------|
| 年份   | 投资<br>金额 | 企业<br>数量 | 重点公司                                          | 投资<br>金额 | 企业<br>数量 | 重点公司                                                                                         | 投资<br>金额 | 企业<br>数量 | 重点公司                               | 投资<br>金额 | 企业<br>数量 | 重点公司                                                                       | 投资<br>金额 | 企业<br>数量 | 重点公司                                                                                    | 投资<br>金额 | 企业<br>数量 | 重点公司                                                                                        | 投资<br>金额 | 企业<br>数量 | 重点公司                                                |       |    |                                                         |       |    |                                  |       |    |                                                                                  |
| 2017 | 64.02    | 9        | 美团<br>每日优鲜便利<br>购<br>永辉超市                     | 73.83    | 7        | 唯品会                                                                                          | 8.26     | 7        | 猿辅导<br>VIPKID                      | 28.32    | 9        | 富途证券<br>联易融<br>中金公司<br>水滴公司                                                | 5.74     | 12       | 星环科技<br>TransWarp                                                                       | 30.9     | 41       | 知乎<br>快手<br>阅文集团<br>猫眼娱乐                                                                    | 44.45    | 8        | Krafton Game<br>Union<br>Bluehole蓝洞工作室              | 24.9  | 7  | 医联4                                                     | 219.3 | 9  | 特斯拉Tesla<br>蔚来汽车                 | 0     | 0  | 云迹科技<br>贝壳集团                                                                     |
| 2018 | 57.54    | 7        | 小红书<br>美团<br>便利蜂                              | 80       | 11       | 海澜之家<br>鲸灵集团<br>拼多多<br>每日优鲜                                                                  | 21.51    | 12       | VIP陪练<br>新东方在线<br>百词斩              | 33.21    | 12       | N26<br>长亮科技<br>Airwalle空中云汇<br>Nubank                                      | 61.58    | 16       | 销售易                                                                                     | 206.99   | 53       | 知乎<br>哔哩哔哩<br>bilibili<br>快手<br>斗鱼<br>虎牙直播                                                  | 111.7    | 12       | 盛大游戏-盛趣游<br>Ubisoft育碧<br>Krafton Game<br>Union      | 2.18  | 4  | Atomwise<br>思源健康                                        | 37.48 | 10 | Momenta                          | 0     | 0  | 京东物流<br>云柚货运<br>燧原科技<br>Keep                                                     |
| 2019 | 0.75     | 1        | 喜茶HEYTEA                                      | 30.48    | 11       | 唯品会<br>有赞<br>转转                                                                              | 30.34    | 5        | Byju's<br>美术宝<br>VIPKID            | 52.49    | 17       | 水滴公司<br>Airwalle空中云汇<br>Khatabook<br>Uala                                  | 37.03    | 19       | Boss直聘<br>明略科技<br>博思软件<br>发票儿<br>myGate Premium                                         | 52.89    | 21       | 小象互娱<br>MX Player<br>平治信息<br>快手<br>Reddit                                                   | 84.96    | 9        | 祖龙娱乐<br>世纪华通<br>Sumo Group                          | 9.22  | 9  | 森亿智能<br>太美医疗科技<br>思源健康                                  | 17.53 | 9  | Go-Jek<br>T3出行<br>如祺出行<br>OnTime | 83.96 | 19 | 燧原科技<br>Soul App<br>旅悦<br>微盟<br>自如网<br>贝壳找房                                      |
| 2020 | 52.46    | 9        | 和府捞面<br>瑞鹏宠物<br>Swiggy                        | 53.95    | 15       | HAYDON黑河<br>彩食鲜<br>完美日记<br>多点Dmall<br>震坤行<br>道品生鲜<br>兴盛优选<br>每日优鲜<br>魔筷科技<br>拼多多<br>Farfetch | 44.93    | 11       | 翼鸥教育<br>火花思维<br>高顿教育<br>猿辅导<br>美术宝 | 48.1     | 16       | 水滴公司<br>迅策科技<br>Khatabook<br>N26<br>Airwalle空中云汇<br>Onto<br>Lydia          | 55.33    | 28       | 深信服科技<br>盖雅工场<br>/GalaWorks<br>ZEGO即构<br>创略科技<br>明略科技<br>微盛网络<br>三角鼎<br>UiPath          | 286.45   | 22       | JTBC<br>UMG<br>小鹅通<br>VUE Video<br>虎牙直播<br>华谊兄弟<br>Warner Music<br>华纳音乐<br>哔哩哔哩<br>bilibili | 113.3    | 31       | 动视云科技<br>乐游科技控股<br>Roblox<br>世纪华通                   | 30.67 | 12 | 老百姓大药房<br>丁香园<br>森亿智能<br>思源健康<br>太美医疗科技<br>晶泰科技/XtalPi  | 82.75 | 6  | 蔚来汽车<br>易车                       | 62.03 | 18 | 搜狗<br>Convertlab<br>硅基智能<br>腾开<br>高仙机器人/GS-ROBOT<br>燧原科技<br>keep<br>丰疆智能<br>满帮集团 |
| 2021 | 689.76   | 10       | 小红书<br>喜茶HEYTEA<br>和府捞面<br>宠幸宠物<br>GoTo<br>美团 | 101.2    | 10       | Ula<br>道品生鲜<br>墨菜点心局<br>卫龙食品<br>MOODY<br>日本乐天<br>Rakuten<br>兴盛优选                             | 21.75    | 14       | 云学堂<br>GoStudent<br>火花思维<br>叽里呱啦   | 76.54    | 23       | 易思汇<br>Lydia<br>Khatabook<br>迅策科技<br>利楚南服扫描<br>小帮规划<br>WakeData惟客数据<br>法大大 | 59.58    | 59       | XSXY星辰天合<br>摩尔线程<br>云徙科技<br>晓多科技<br>海云捷迅AWcloud<br>微盛网络<br>青藤云安全<br>WakeData惟客数据<br>法大大 | 46.08    | 24       | 新湃传媒<br>快看漫画<br>Gaana<br>笑果文化<br>知乎<br>中文在线                                                 | 187.8    | 62       | 柳叶刀科技<br>飞鱼科技<br>青瓷游戏<br>世纪华通<br>Klei Entertainment | 28.73 | 18 | 微远基因<br>纳米维景<br>微泰医疗<br>良医汇<br>云药软件<br>圣贝拉<br>圆心科技/妙手医生 | 24.13 | 7  | CARS24<br>Momenta<br>T3出行        | 65.76 | 31 | 极兔速递<br>keep<br>全应科技<br>蓝鼎微生物<br>AMIRO宗匠科技<br>分子互动<br>恒腾网络<br>燧原科技               |

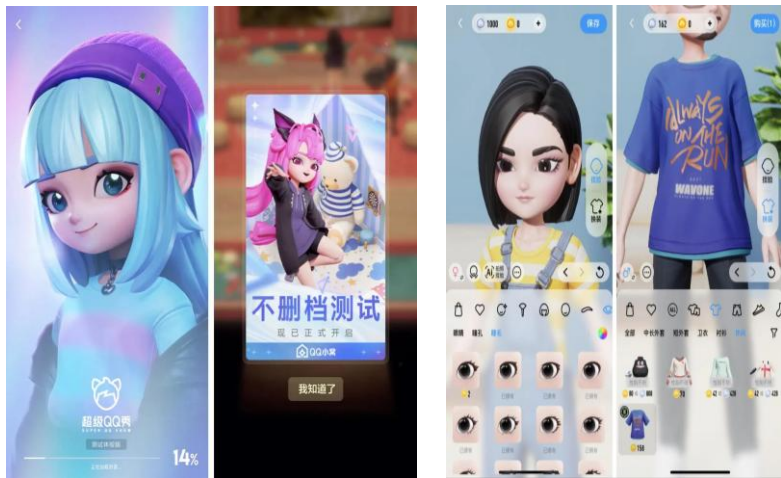
资料来源：IT桔子，企查查，中信建投



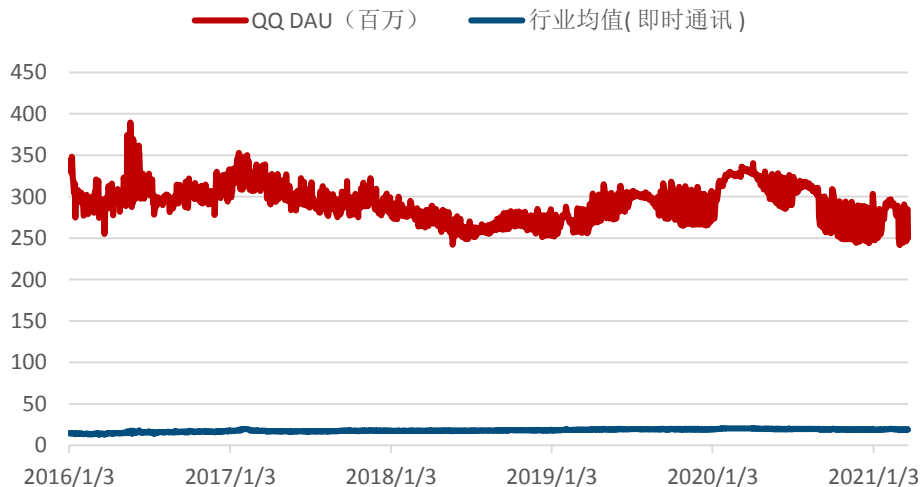
# QQ：娱乐化社交+场景化通信，夯实年轻人社交入口

- 微信成为国民社交产品后，QQ的定位则是优先满足年轻群体的社交需求。近年来，QQ的产品策略是通过不断开发年轻人喜欢的功能以不断巩固腾讯系产品在年轻群体中的社交地位，不断推出针对提升社交互动的玩法。
- 社交产品的网络效应强大，腾讯系社交的地位仍难撼动。腾讯外的社交产品中仍没有出现在即时通讯领域的竞品威胁。

图表：超级QQ秀截图，包含换装捏脸、UGC、社交游戏等新玩法



图表：腾讯系社交地位稳固，月活远超行业均值



资料来源：游戏葡萄，极光大数据，中信建投

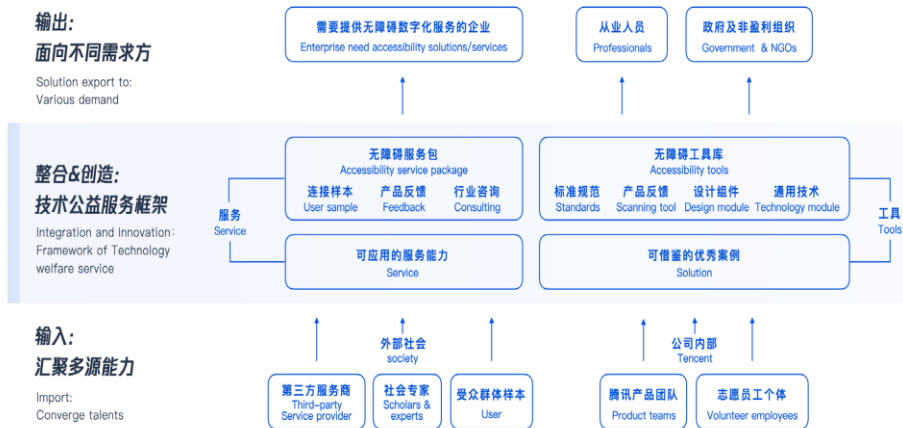
# 社会价值：用户为本，科技向善

- 2020年初，新冠肺炎疫情突发，腾讯迅速支持政府部门推出防疫健康码等疫情服务，搭建8个全国级疫情服务平台及数个区域疫情服务小程序，守护民众健康出行，助力常态化疫情防控，为安全复工复产、社会经济提振护航，焕发科技战疫力量
- 针对老龄化社会浪潮，腾讯积极探索“智慧养老”服务模式，推动数字产品“适老化”，倡行数字包容，致力于让科技服务每一个

图表：小程序助力部分地域疫情服务平台搭建

图表：腾讯 CDC 用户研究与体验设计部适老化 / 无障碍技术公益服务框架

| 省/市 | 小程序名称   | 关键成就                           |
|-----|---------|--------------------------------|
| 深圳市 | 深/您     | 全国首个健康码，为3000万人提供服务，累计访问量27亿余次 |
| 广州市 | 穗康      | 上线首日访问量超1.7亿次                  |
| 武汉市 | 武汉战疫    | 累计亮码超过15亿次                     |
| 四川省 | 四川天府健康通 | 全国第一个实现省市无感切换，离线码功能惠及大众        |
| 云南省 | 云南健康码   | 首个推出场所码，防疫场所精细化                |
| 上海市 | 随申办     | 上线仅22小时，累计访问超23亿次，累计亮码超8亿次     |

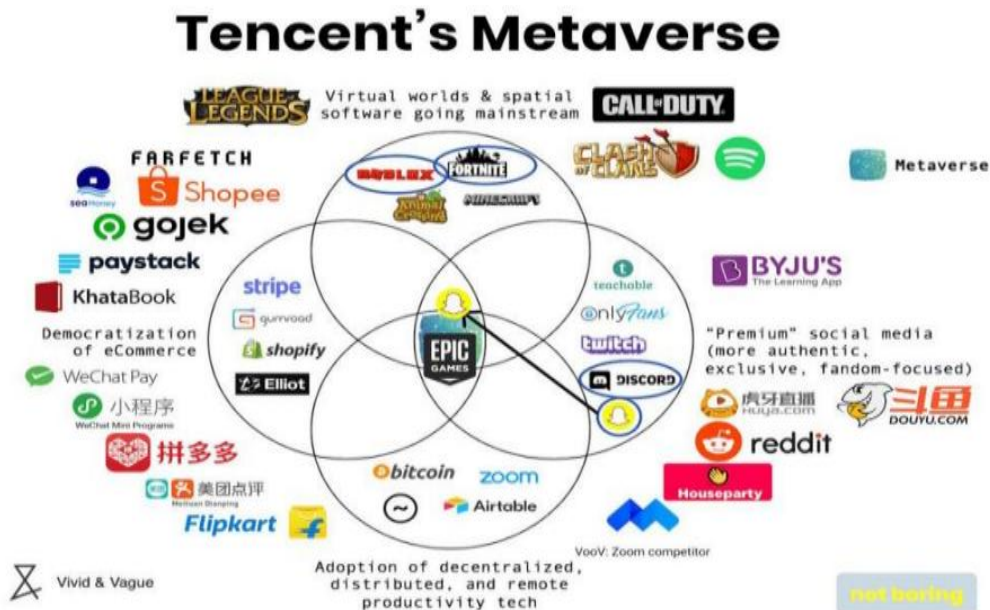


资料来源：腾讯2020年社会责任报告，中信建投

# 元宇宙：开放生态延伸至互联网的下一形态

- Marc Geffen提出，最基础的元宇宙形式体现为1) 线上化的本地生活与交易，2) 主流化虚拟世界相关入口（如游戏），3) 专一和更加垂直化的社交媒体，4) 去中心化、分布式及远程协作科技的广泛应用，以及它们四者间的联系。
- 通过战略投资和业务进化，腾讯的开放生态在四个领域均有积极布局，这为其自身生态延伸到互联网的下一形态提供了坚实保证。

图表：腾讯元宇宙相关概念投资全景图



资料来源：notboring，中信建投

## 六、盈利预测与估值

# 盈利预测与估值

- 收入端：预计增值服务有及网络广告业务稳步增长，金融科技与企业服务业务将成为营收增长重要引擎。
- 毛利率：各项业务毛利率有所变动，但预计总体毛利率保持稳定。
- 利润端：我们预计2021-2023年腾讯归母净利润增速为2%，8%，13%。
- 估值：当前市值对应2022-2023年归母净利润估值为17.8X，15.8X，均处于移动互联网时代以来最低估值，我们长期看好腾讯各赛道布局及竞争力，维持“买入”评级。

| 利润表预测（单位：亿元）  |         |         |         |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利润表           | 2018    | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| 总销售收入         | 3,127   | 3,773   | 4,821   | 5,584   | 6,511   | 7,549   |
| 同比            | 31.5%   | 20.7%   | 27.8%   | 15.8%   | 16.6%   | 15.9%   |
| 主营业务成本        | (1,706) | (2,098) | (2,605) | (3,088) | (3,582) | (4,132) |
| 毛利润           | 1,421   | 1,675   | 2,215   | 2,496   | 2,929   | 3,417   |
| 同比            |         | 18%     | 32%     | 13%     | 17%     | 17%     |
| 毛利率           | 45.5%   | 44.4%   | 46.0%   | 44.7%   | 45.0%   | 45.3%   |
| 销售费用          | (242)   | (214)   | (338)   | (395)   | (469)   | (528)   |
| 研发费用          | (180)   | (304)   | (390)   | (520)   | (638)   | (725)   |
| 一般及行政费用合计     | (415)   | (534)   | (676)   | (897)   | (1,094) | (1,238) |
| 营业利润          | 976     | 1,187   | 1,842   | 2,115   | 2,281   | 2,569   |
| 税前利润          | 945     | 1,094   | 1,800   | 1,902   | 2,203   | 2,487   |
| 归母净利润         | 787     | 933     | 1,598   | 1,631   | 1,757   | 1,984   |
| non-IFRS归母净利润 | 775     | 943     | 1,227   | 1,278   | 1,416   | 1,650   |

# 风险提示

---

- 政策风险：互联网监管政策不确定性或将影响公司业绩增长。
- 行业竞争加剧风险：互联网行业竞争格局变化可能影响公司业绩增长。

## 分析师介绍

**孙晓磊**：海外研究首席分析师，北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业6年复合从业经历，专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。2019年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2020年新财富港股及海外最佳研究团队第五名。

**崔世峰**：海外研究联席首席分析师，南京大学硕士，5年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网龙头公司研究，所在卖方团队获得2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅15%以上     |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅5%—15%    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅5%—15%    |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅15%以上     |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅10%以上     |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅10%以上     |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B  
座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2106  
室  
电话：(8621) 6882-1612  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心  
B座22层  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csc.hk