

# 【广发海外】腾讯控股 (0700.HK)

## 社交+商业帝国，C端稳健增长，B端生态加速

### 核心观点：

一、腾讯以即时通讯和社交为核心，构建C端（游戏、用户订阅/增值付费）和B端（广告、支付（互联网金融）、云服务、小程序）生态，C端通过业务多元化不断加高壁垒，保持稳健增长，B端布局未来，小程序助力商业生态快速构建，是未来增长亮点。公司业务结构趋于均衡，游戏收入占比不断下降（已到40%以下），用户付费收入占比稳定，广告、其他收入（支付及云服务）收入占比呈提升趋势。

未来腾讯基于开放生态，目标做数字化助手，助力各行各业实现数字化转型升级，专注做好连接器、工具、生态3个角色，借助旗下七个工具（公众号、小程序、移动支付、社交广告、企业微信、大数据、安全能力），实现人联网、物联网、智联网。

二、社交：生态核心，商业化基石。核心社交产品(微信/QQ/QQ空间)MAU合计24.08亿，其中微信MAU为10.4亿，人均单日使用时长81分钟，领先优势明显。

三、C端业务壁垒不断加高，保持稳健增长。

游戏：生态现金牛。手游：自研+代理，囊括行业大多数精品手游，18Q1高速增长保障全年收入增速，《王者荣耀》DAU同比2位数增长；《绝地求生》高DAU国内尚未变现，海外商业化刚开始；储备《地下城与勇士》、《天堂2》、《剑网3》等精品手游大作。端游：运营全球最赚钱3大端游+储备3大生存类游戏IP国服代理。

订阅/增值付费：消费升级促用户付费增值，视频、音乐、阅读、动漫等付费习惯日益形成，付费率、ARPU值仍有提升空间。

四、B端处于快速成长中，是未来增长亮点，小程序加快B端生态构建。小程序可开发、可拓展，助力连接线上线下各行业，将微信的社交用户和关系链、营销能力、支付能力、云服务等赋能予各行业。截至7月9日小程序数量超100万个，覆盖超150万开发者、超5,000个第三方平台。

广告：微信广告提速，信息流广告仍有较大增长空间，广告毛利率望提升。单用户广告收入角度，Facebook18Q1每活跃用户单季度广告收入为2.04美元，百度为2.48美元，腾讯仅为0.71美元。加载率角度，朋友圈广告18Q2开始每活跃用户每天最多推送2条广告，公众号中仅约21%接入腾讯广告（数据来自新榜），快报、QQ看点广告量仍偏少。毛利率角度，Facebook、微博毛利率超80%，腾讯广告毛利率仅为36.7%（2017年），剔除视频后广告毛利率约45~50%左右，仍偏低。

支付和云：收入翻倍增长，占比提升至20%以上。行业处于快速渗透阶段，腾讯B端商业生态加速，助力支付和云服务未来增长。

五、首次给予“买入”评级。预计腾讯18~20年GAAP净利润分别为人民币880亿元、1,100亿元、1,413亿元，GAAP EPS分别为人民币9.26元、11.58元、14.87元，当前股价对应18~20年PE分别为35倍、28倍和22倍。预计18~20年NonGAAP净利润分别为人民币831亿元、1,065亿元、1,367亿元（调整部分主要包括投资公司收益/亏损净额、股份酬金、无形资产摊销、减值拨备），NonGAAP EPS分别为人民币8.74元、11.21元、14.39元，当前股价对应18~20年PE分别为37倍、29倍和23倍。我们对每块业务单独估值并加总，估算腾讯估值约为6,230亿美元（约人民币42,226亿元或48,885亿港元）。

六、风险提示：微信使用时间下降风险；游戏行业增速放缓，新游流水不达预期；生存类游戏商业化有不确定性；广告增长不达预期；支付和云服务推广费用持续增加。

### 盈利预测：

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万RMB)	151,938	237,760	338,306	462,864	620,275
增长率(%)	47.7%	56.5%	42.3%	36.8%	34.0%
EBITDA(百万RMB)	62,550	89,724	119,093	153,705	196,557
净利润(百万RMB)	41,095	71,510	87,960	110,009	141,310
增长率(%)	42.7%	74.0%	23.0%	25.1%	28.5%
EPS (元/股)	4.32	7.52	9.26	11.58	14.87
市盈率 (P/E)	75	43	35	28	22
市净率 (P/B)	18	12	9	7	6
EV/EBITDA	44.6	31.1	23.4	18.1	14.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

公司评级	买入
当前价格	376.6 港元
报告日期	2018-07-23

### 基本数据

总股本/流通股(百万 HKD)	9,504/9,504
流通港股市值(百万 HKD)	3,579,480
每股净资产(港元)	26.96
资产负债率(%)	50.04
一年内最高/最低(港元)	474.60/297.00

### 相对市场表现



分析师：杨琳琳，S0260514050004



0755-23480370



yll@gf.com.cn

### 相关研究：

【广发海外】互联网行业趋势研究之小程序：基于微信生态，重构流量入口，3个视角构想商业生态 2018-05-27

【广发海外】互联网行业2018年中期策略报告—信息流+AI升级流量分发方式，生存类手游海外变现提速

【广发海外】2018Q1 游戏行业跟踪：腾讯上线近10款手游，生存类手游海外变现提速 2018-04-19

## 核心观点

一、腾讯以即时通讯和社交为核心，构建C端（游戏、用户订阅/增值付费）和B端（广告、支付（互联网金融）、云服务、小程序）生态，C端通过业务多元化不断加高壁垒，保持稳健增长，B端布局未来，小程序助力商业生态快速构建，是未来增长亮点。公司业务结构趋于均衡，游戏收入占比不断下降（已到40%以下），用户付费收入占比稳定，广告、其他收入（支付及云服务）收入占比呈提升趋势。

未来腾讯基于开放生态，目标做数字化助手，助力各行各业实现数字化转型升级，专注做好连接器、工具、生态这3个角色，借助旗下七个工具（从表到里分别是公众号、小程序、移动支付、社交广告、企业微信、大数据、安全能力），实现人联网、物联网、智联网。

二、社交：生态核心，商业化基石。截至2018年3月，3款核心社交产品（微信、QQ、QQ空间）MAU（月活用户）合计24.08亿，其中微信MAU为10.4亿（全球TOP5社交应用），DAU（日活用户）为9亿，人均单日使用时长81分钟（根据Questmobile，2017年12月），领先优势明显。

三、C端业务壁垒不断加高，保持稳健增长。

**游戏：生态现金牛，产品+平台构筑高壁垒。**手游和PC游戏市占率分别约为60%和70%。**手游：自研+代理，囊括行业大多数精品手游**，18Q1手游高增长保障全年收入增速，《王者荣耀》维持iOS畅销榜第1，生存类手游《绝地求生》高DAU（国内超5千万+海外1千万），国内尚未变现，海外商业化刚开始。储备《地下城与勇士》（全球第2大赚钱端游，2017年端游收入16亿美元）、《天堂2》（全球收入TOP4手游）、《剑网3》等精品手游大作。**端游：运营全球最赚钱3大端游**，储备《绝地求生》、《堡垒之夜》、《生存王者》国服代理。**电竞延伸游戏边界，手握头部IP+头部渠道；WeGame对标Steam，发掘优质创新游戏。**

**订阅/增值付费：消费升级促用户付费增值**，视频、音乐、阅读、动漫等付费习惯日益形成，付费率、ARPU值仍有提升空间。18Q1视频业务中订阅收入同比增长85%，广告收入同比增长64%；音乐、阅读位居行业第1，阅文2017年收入同比增长60%。

四、B端处于快速成长中，是未来重要增长点，小程序对B端生态构建具有重要推动作用。小程序可开发、可拓展，助力连接线上线下各行业，将微信的社交用户和关系链、营销能力、支付能力、云服务等赋能予各行业。截至7月9日，小程序数量超100万个，覆盖150万开发者、5,000多家第三方平台。

**广告：广告行业保持高增长，微信广告提速，信息流广告仍有较大增长空间，广告毛利率有望提升，广告业务是腾讯未来增长点。**相比Facebook等公司，腾讯广告仍有高增长空间，Facebook18Q1每活跃用户单季度广告收入为2.04美元，百度为2.48美元，腾讯仅为0.71美元，腾讯拥有多个头部社交+资讯+视频APP，广告仍处于较低变现状态。**加载率角度**，微信朋友圈广告18Q2开始每活跃用户每天最多推送2条广告，接入腾讯广告的公众号占比约21%（数据来自新榜），对比看Facebook广告加载率约20%，另外快报、QQ看点目前广告量仍偏少。**毛利率角度**，Facebook、微博毛利率超80%，腾讯广告毛利率仅为36.7%（2017年），剔除视频后广告毛利率约45%~50%，仍偏低。

**其他业务：收入翻倍增长，收入占比提升至20%以上，受益于支付和云计算行业快速增长，以及小程序加速B端生态构建，腾讯支付和云服务将保持快速增长。**

**支付（互联网金融）：**逐渐构建以支付（微信支付、QQ钱包）为核心，覆盖理财（理财通）、信贷（微粒贷）、银行（微众银行）、保险（微保）、证券（腾讯微证券、自选股）、征信（腾讯信用）和金融技术服务等业务的互联网金融生态圈。微信支付拥有8亿绑卡用户，国内市占率40%（移动支付），收入主要来自商家交易手续费、用户提现手续费、信用卡还款手续费、信贷业务、金融产品销售等。支付宝与合作伙伴服务全球8.7亿活跃用户，其中国内5.5亿；国内腾讯互联网金融和蚂蚁金服业务布局广泛，各具优势，支付用户规模和交易规模比PayPal都要大，业务也更多元化，目前PayPal市值超1,000亿美元，微信支付/腾讯互联网金融板块估值预计超PayPal。

**云服务：**云计算快速向各行业渗透，传统产业、政务用云量快速增长，18Q1全国用云量同比增长139%；18Q1腾讯云服务收入同比增长超100%，2018年腾讯云战略重心是加速推进市场落地，保持在垂直领域（包括游戏、视频）的领先地位，加深在互联网行业的渗透力度并获得更多关键客户，同时扩大在金融服务、政府机关、零售、传统产业的客户群。

**五、腾讯累计投资超600多家公司，覆盖20多个行业，我们估算截至2017年底腾讯旗下投资公司公允价值区间约为4,097亿~4,933亿元人民币。投资公司陆续上市，已开始对利润端有明显体现。**2017年旗下5家公司（Netmarble、Sea、搜狗、众安保险、易鑫集团）实现IPO，2018年Q1旗下虎牙、B站成功IPO，目前美团点评、拼多多、同程艺龙、新东方在线等已提交招股书，有望于今年上市。

**六、首次给予“买入”评级。**预计2018~2020年GAAP净利润分别为人民币880亿元、1,100亿元、1,413亿元，2018~2020年GAAP EPS分别为人民币9.26元、11.58元、14.87元，当前股价对应2018~2020年PE分别为35倍、28倍和22倍。预计2018~2020年NonGAAP净利润分别为人民币831亿元、1,065亿元、1,367亿元。NonGAAP EPS分别为人民币8.74元、11.21元、14.39元，当前股价对应2018~2020年PE分别为37倍、29倍和23倍。腾讯整体收入和业绩保持强劲增长，高用户量的生存类游戏版号未落地影响商业化进程，短期或影响游戏业务增速，但小程序加快B端商业生态构建，抬高社交+商业帝国壁垒，未来在保持C端稳健增长的同时，B端成为增长亮点，广告仍有高增长空间，小程序商业生态加速支付、云业务渗透。

调整部分主要包括投资公司收益/亏损净额、股份酬金、无形资产摊销、减值拨备。以2017年为例，全年调整金额为人民币64亿元，其中投资公司收益181亿元，股份酬金69亿元，无形资产摊销17亿元，减值拨备31亿元。

**从分部估值角度，我们对公司每块业务进行单独估值并加总，估算公司估值为6,230亿美元（约人民币42,226亿元或48,885亿港元）。**其中，游戏+广告+社交网络（主要是用户付费）业务估值合计3,706亿美元；参考PayPal和亚马逊AWS估值，腾讯支付（互联网金融）+云服务估值约1,150亿美元；在2019年小游戏年流水达到80亿元人民币，商业服务类小程序GMV达到9,000亿元的情境下，估算小程序估值约500亿美元；600多家投资公司估值约664亿美元（约4,500亿元人民币）。

**七、风险提示：**微信用户流失或使用时间下降风险；游戏行业增速放缓，《王者荣耀》流水下降风险，新游戏流水表现不达预期；生存类游戏商业化时间和商业化能

力有不确定性；因广告增加影响用户体验，广告填充率不达预期；腾讯支付和云服务行业竞争，造成推广费用高企，盈利有不确定性；小程序推广进程不达预期，商业化不达预期。

表 1: 腾讯分部估值表

分业务	业务说明	持股比例	收入 (RMB 亿元)			净利润 (RMB 亿元)			PE	PS	各业务估值(RMB 亿元)	各业务估值(亿美元)
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E				
<b>游戏</b>			<b>1,179</b>	<b>1,390</b>	<b>1,622</b>						<b>11,769</b>	<b>1,736</b>
	PC 游戏		551	563	602	220	225	241	15		3,614	533
	移动游戏		628	827	1,019	251	331	408	20		8,155	1,203
<b>广告</b>			<b>309</b>	<b>530</b>	<b>837</b>						<b>8,912</b>	<b>1,315</b>
	社交广告		256	480	788					11.0	8,666	1,279
	媒体广告 (不含视频)		53	50	49					5.0	246	36
<b>用户付费</b>			<b>456</b>	<b>682</b>	<b>959</b>						<b>4,436</b>	<b>655</b>
	视频(订阅+广告)		162	257	375					5.0	1,898	280
	音乐	54%	94	170	264	19	37	58	30		942	139
	文学(阅文)	55%	41	57	74	7	10	14	41		312	46
	QQ 会员/QQ 秀/动漫等		159	199	247			99	13		1,285	190
<b>小计</b>			<b>1,944</b>	<b>2,602</b>	<b>3,418</b>						<b>25,117</b>	<b>3,706</b>
	支付(互联网金融)和云服务		433	781	1,211					6.4	7,636	1,150
小程序	广告/游戏/商业服务										3,389	500
投资	投资 600 多家公司										4,500	664
	现金及现金等价物										1,425	210
<b>合计</b>											<b>42,226</b>	<b>6,230</b>

资料来源: 公司财报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 股价为截至2018年7月20日最新收盘价; 美元对人民币汇率6.78, 人民币兑港元汇率1.16。

表 2: 腾讯分业务预测表 (人民币亿元)

营业收入	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	351	368	421	399	469	455	503	512	807	1,078	1,540	1,938	2,408	2,908
网络游戏	228	239	268	244	288	265	288	284	566	708	979	1,125	1,296	1,406
PC 游戏	141	136	146	128	141	137	146	139	353	447	551	563	602	623
手游	129	148	182	169	217	191	206	212	213	377	628	827	1,019	1,170
社交网络收入	123	129	153	156	181	190	215	228	241	370	561	813	1,113	1,502
网络广告	69	101	110	124	107	161	186	210	175	270	404	664	1,010	1,527
社交及其他广告	44	61	69	82	74	115	135	157	88	155	256	480	788	1,261
媒体广告	25	41	41	41	33	46	51	53	87	115	148	183	222	266
其他业务	76	97	120	141	160	184	206	232	47	172	433	781	1,211	1,768
<b>合计</b>	<b>496</b>	<b>566</b>	<b>652</b>	<b>664</b>	<b>735</b>	<b>799</b>	<b>894</b>	<b>954</b>	<b>1,029</b>	<b>1,519</b>	<b>2,378</b>	<b>3,383</b>	<b>4,629</b>	<b>6,203</b>
收入增速	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	40.6%	43.3%	50.6%	36.8%	33.5%	23.5%	19.4%	28.2%	27.4%	33.6%	42.8%	25.9%	24.3%	20.8%
网络游戏	33.5%	39.3%	47.8%	31.9%	26.2%	10.9%	7.3%	16.7%	26.4%	25.2%	38.2%	14.9%	15.2%	8.5%
PC 游戏	24.0%	29.0%	27.0%	13.0%	0.0%	0.6%	0.2%	8.6%	5.2%	26.8%	23.2%	2.2%	7.0%	3.4%
手游	72.0%	54.2%	83.8%	57.9%	68.2%	29.0%	13.3%	25.7%	90.2%	77.0%	66.6%	31.6%	23.3%	14.8%
社交网络收入	56.1%	51.3%	55.8%	45.3%	47.2%	46.8%	40.5%	46.1%	29.8%	53.5%	51.8%	45.0%	36.8%	35.0%
网络广告	46.5%	55.4%	48.2%	49.1%	55.2%	58.4%	68.4%	70.0%	110.3%	54.4%	49.9%	64.1%	52.1%	51.2%
社交及其他广告	72.9%	61.0%	58.4%	68.0%	68.8%	88.7%	95.3%	90.3%	172.0%	76.1%	65.2%	87.6%	64.0%	60.0%
媒体广告	15.7%	48.0%	33.8%	22.0%	31.5%	13.3%	23.3%	29.4%	72.0%	32.3%	29.4%	23.6%	21.0%	20.0%
其他业务	224.3%	177.5%	142.6%	120.6%	111.2%	90.1%	70.7%	65.0%	57.2%	263.1%	152.6%	80.2%	55.0%	46.0%
<b>合计</b>	<b>54.9%</b>	<b>58.6%</b>	<b>61.5%</b>	<b>51.4%</b>	<b>48.4%</b>	<b>41.1%</b>	<b>37.2%</b>	<b>43.8%</b>	<b>30.3%</b>	<b>47.7%</b>	<b>56.5%</b>	<b>42.3%</b>	<b>36.8%</b>	<b>34.0%</b>
收入占比	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	70.9%	65.0%	64.6%	60.2%	63.8%	56.9%	56.2%	53.6%	78.4%	71.0%	64.8%	57.3%	52.0%	46.9%
网络游戏	46.0%	42.2%	41.2%	36.7%	39.1%	33.1%	32.2%	29.8%	55.0%	46.6%	41.2%	33.2%	28.0%	22.7%
PC 游戏	28.5%	24.0%	22.4%	19.3%	19.2%	17.1%	16.4%	14.6%	34.3%	29.4%	23.2%	16.6%	13.0%	10.0%
手游	26.0%	26.1%	27.9%	25.5%	29.5%	23.9%	23.1%	22.3%	20.7%	24.8%	26.4%	24.4%	22.0%	18.9%
社交网络收入	24.8%	22.9%	23.4%	23.5%	24.6%	23.8%	24.0%	23.8%	23.4%	24.3%	23.6%	24.0%	24.0%	24.2%
网络广告	13.9%	17.9%	16.9%	18.6%	14.5%	20.1%	20.8%	22.0%	17.0%	17.8%	17.0%	19.6%	21.8%	24.6%
社交及其他广告	8.8%	10.7%	10.6%	12.4%	10.1%	14.3%	15.1%	16.4%	8.6%	10.2%	10.8%	14.2%	17.0%	20.3%
媒体广告	5.1%	7.2%	6.3%	6.2%	4.5%	5.8%	5.7%	5.6%	8.4%	7.5%	6.2%	5.4%	4.8%	4.3%
其他业务	15.2%	17.1%	18.5%	21.2%	21.7%	23.0%	23.0%	24.3%	4.6%	11.3%	18.2%	23.1%	26.2%	28.5%
<b>合计</b>	<b>100%</b>													
毛利率	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
互联网增值服务	60.9%	60.6%	59.9%	59.3%	63.3%	60.2%	59.2%	58.5%	64.8%	65.1%	60.1%	60.2%	59.3%	58.6%
网络广告	34.8%	37.8%	36.3%	37.2%	31.2%	41.0%	40.0%	41.0%	48.8%	42.9%	36.7%	39.1%	41.0%	42.5%
其他产品	21.9%	22.4%	20.3%	22.8%	25.4%	24.3%	24.1%	23.8%	9.7%	16.0%	21.9%	24.3%	25.0%	25.2%
<b>合计</b>	<b>51.3%</b>	<b>50.0%</b>	<b>48.6%</b>	<b>47.4%</b>	<b>50.4%</b>	<b>48.1%</b>	<b>47.1%</b>	<b>46.2%</b>	<b>59.5%</b>	<b>55.6%</b>	<b>49.2%</b>	<b>47.8%</b>	<b>46.3%</b>	<b>45.1%</b>
<b>GAAP EPS</b>	<b>1.53</b>	<b>1.92</b>	<b>1.89</b>	<b>2.19</b>	<b>2.45</b>	<b>2.15</b>	<b>2.28</b>	<b>2.38</b>	<b>3.03</b>	<b>4.32</b>	<b>7.52</b>	<b>9.26</b>	<b>11.58</b>	<b>14.87</b>
<b>NonGAAP EPS</b>	<b>1.50</b>	<b>1.72</b>	<b>1.80</b>	<b>1.84</b>	<b>1.93</b>	<b>2.16</b>	<b>2.29</b>	<b>2.36</b>	<b>3.39</b>	<b>4.78</b>	<b>6.85</b>	<b>8.74</b>	<b>11.21</b>	<b>14.39</b>

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注: 手游+PC游戏收入加总高于网络游戏收入, 主要因为财务收入分类上, 将手游收入中通过内部渠道分发的收入分成计入社交网络业务中。

表 3: 腾讯利润表简表

(亿元人民币)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	496	566	652	664	735	799	894	954	1,029	1,519	2,378	3,383	4,629	6,203
营业成本	241	283	335	349	365	415	473	514	416	674	1,208	1,766	2,484	3,404
其他收益净额	32	51	39	79	76	27	28	30	19	36	201	161	150	170
销售费用	32	37	48	60	56	60	70	89	80	121	177	274	366	481
管理费用	70	82	91	88	94	103	112	115	168	225	331	425	560	720
财务费用	7	8	5	9	7	7	10	10	16	20	29	33	46	62
除税前溢利	182	222	230	247	297	256	273	273	362	516	882	1,099	1,380	1,770
归属母公司净利润	145	182	180	208	233	204	217	226	288	411	715	880	1,100	1,413
Non-GAAP 归母净利润	142	164	171	175	183	205	218	225	323	454	651	831	1,065	1,367
GAAP EPS(元/股)	1.53	1.92	1.89	2.19	2.45	2.15	2.28	2.38	3.03	4.32	7.52	9.26	11.58	14.87
NonGAAPEPS(元/股)	1.50	1.72	1.80	1.84	1.93	2.16	2.29	2.36	3.39	4.78	6.85	8.74	11.21	14.39
<b>主要比率</b>	<b>17Q1</b>	<b>17Q2</b>	<b>17Q3</b>	<b>17Q4</b>	<b>18Q1</b>	<b>18Q2E</b>	<b>18Q3E</b>	<b>18Q4E</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
毛利率	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.4%	48.1%	47.1%	46.2%	59.5%	55.6%	49.2%	47.8%	46.3%	45.1%
销售费用率	6.4%	6.5%	7.4%	9.1%	7.6%	7.5%	7.8%	9.3%	7.8%	8.0%	7.4%	8.1%	7.9%	7.8%
管理费用率	14.2%	14.4%	13.9%	13.3%	12.8%	12.9%	12.5%	12.1%	16.4%	14.8%	13.9%	12.6%	12.1%	11.6%
财务费用率	1.4%	1.5%	0.8%	1.3%	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.6%	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
税前利润率	36.7%	39.2%	35.3%	37.2%	40.4%	32.0%	30.5%	28.6%	35.2%	34.0%	37.1%	32.5%	29.8%	28.5%
所得税率	20.3%	18.0%	21.7%	12.6%	19.3%	17.8%	18.5%	15.0%	19.6%	19.7%	17.8%	17.7%	17.8%	17.7%
归属母公司净利率	29.3%	32.2%	27.6%	31.3%	31.7%	25.6%	24.2%	23.6%	28.0%	27.0%	30.1%	26.0%	23.8%	22.8%
NonGAAP 净利率	28.7%	29.0%	26.2%	26.3%	24.9%	25.7%	24.3%	23.5%	31.4%	29.9%	27.4%	24.6%	23.0%	22.0%
<b>YoY</b>	<b>17Q1</b>	<b>17Q2</b>	<b>17Q3</b>	<b>17Q4</b>	<b>18Q1</b>	<b>18Q2E</b>	<b>18Q3E</b>	<b>18Q4E</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
营业收入	54.9%	58.6%	61.5%	51.4%	48.4%	41.1%	37.2%	43.8%	30.3%	47.7%	56.5%	42.3%	36.8%	34.0%
归属母公司净利润	57.6%	70.1%	69.8%	98.1%	60.6%	12.3%	20.4%	8.5%	21.0%	42.7%	74.0%	23.0%	25.1%	28.5%
Non GAAP 归母净利润	41.7%	44.8%	45.4%	41.5%	28.9%	25.3%	27.5%	28.7%	33.2%	40.8%	43.4%	27.6%	28.2%	28.4%
<b>QoQ</b>	<b>17Q1</b>	<b>17Q2</b>	<b>17Q3</b>	<b>17Q4</b>	<b>18Q1</b>	<b>18Q2E</b>	<b>18Q3E</b>	<b>18Q4E</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
营业收入	13.0%	14.2%	15.2%	1.8%	10.7%	8.6%	12.0%	6.7%						
归属母公司净利润	38.1%	25.5%	-1.1%	15.6%	12.0%	-12.3%	6.0%	4.2%						
Non GAAP 归母净利润	15.2%	15.3%	4.1%	2.2%	4.9%	12.1%	6.0%	3.2%						

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 目录索引

核心观点 .....	2
一、以社交为核心，不断扩大生态圈 .....	16
二、社交：生态核心，商业化基石 .....	18
1、社交生态圈：多样化社交产品和服务实现平台增值 .....	18
2、微信：以即时通讯和社交为核，不断扩张生态并赋能各行业 .....	19
3、QQ 及 QQ 空间：在年轻用户中有较高黏度 .....	20
4、全球社交公司对比：腾讯使用时长优势明显，业务结构多元化 .....	21
5、互联网行业：使用时长成为争夺焦点 .....	23
三、游戏：生态现金牛，产品+平台构筑高壁垒 .....	26
1、手游：自研+代理，囊括行业多数精品手游 .....	26
2、端游：运营全球最赚钱 3 大端游 .....	33
3、生存类游戏是行业下一个大机会，腾讯手握 3 大全球 IP .....	34
4、继续在全球范围拿顶级 IP .....	36
5、WEGAME：对标 STEAM，创新游戏发掘平台 .....	36
6、电竞：延伸游戏边界，手握头部 IP+头部渠道 .....	37
四、社交网络：消费升级促用户付费增长 .....	40
1、腾讯视频：拥有优质 IP 和自制内容，订阅量持续增长 .....	41
2、音乐：版权完整，领先优势明显 .....	42
3、阅文：网文市场开拓者和生态搭建者 .....	44
4、QQ 增值服务：基于亿万 QQ 用户的全方位增值网络 .....	46
5、腾讯体育：赛事版权丰富，有独家优势 .....	47
6、游戏类增值服务：围绕多款热门游戏提供服务 .....	48
五、广告：商业化提速，未来重要增长点 .....	49
1、广告行业继续高增长，信息流+AI 升级流量分发方式 .....	49
2、微信广告提速，信息流广告仍有较大增长空间，广告毛利率有望提升 .....	51
(1) 调整广告业务架构，作为公司战略级业务 .....	52
(2) 微信广告正处于商业价值释放期 .....	56
(3) 微信潜在广告模式：搜索广告 .....	58
(4) 信息流广告加载率偏低 .....	59
(5) 视频广告快速增长 .....	60
(6) 广告业务毛利率偏低，收入提速有望提升毛利率 .....	61
3、测算微信广告价值，仍有持续增长空间 .....	64
(1) 测算方式 1、单用户收入角度测算微信广告收入 .....	64
(2) 测算方式 2、分部测算微信广告收入 .....	65
六、互联网金融：支付为核心，搭建互联网+金融生态 .....	70
1、支付为核心，持续扩大场景，连接 7 大业务 .....	70
(1) 支付：腾讯财付通、微信支付、QQ 钱包 .....	70
(2) 理财：理财通 .....	74
(3) 银行、信贷：微众银行、微粒贷 .....	75

(4) 保险: 微保 .....	79
(5) 证券: 腾讯微证券、自选股 .....	79
(6) 征信: 腾讯信用 .....	80
(7) 金融技术服务: 腾讯云、腾讯大金融安全、腾讯区块链 .....	80
2、行业和公司比较: 以支付为核心, 连接金融生态圈 .....	81
(1) 支付: 互联网金融生态核心 .....	81
(2) 理财: 平台代销为主 .....	87
(3) 保险: 以保险代销为主 .....	90
(4) 信贷: 稳健发展中 .....	90
(5) 金融技术服务: 处于起步阶段 .....	93
3、加大移动支付场景布局, 搭建支付+流量+云服务的共赢生态 .....	94
七、云服务: 布局未来, AI 和物联网载体 .....	98
1、云计算市场处于爆发增长期, 国内 IAAS 阿里居首、腾讯第 2 .....	98
2、腾讯云: 实现腾讯数字化助手目标的 7 大工具之一 .....	102
3、全球公有云渗透率还偏低, 中国低于全球, 全球市场亚马逊领先 .....	106
4、腾讯云估值 .....	108
八、小程序: 搭建全场景应用生态, 助力赋能各行业 .....	110
1、新编程环境, 搭建全场景应用生态 .....	110
(1) 3 个视角看小程序 .....	110
(2) 小程序上线 1 年有余, 现在有何不同? .....	112
(3) 小程序商业生态思考 .....	114
(4) 对腾讯, 小程序意味着什么? .....	117
(5) 对第三方, 小程序意味着什么? .....	117
2、小程序处于发展初期, 红利正当时 .....	118
(1) 用户数量跃升, 小程序数量快速增长 .....	118
(2) 小游戏: 微信场景的新蓝海, 释放社交分发势能 .....	120
(3) 电商及其他 .....	122
3、小程序估值 .....	123
九、投资: 布局生态, 投资收益可期 .....	130
1、投资 600 多家公司 .....	130
2、投资公司公允价值估算 .....	133
十、财务分析 .....	134
十一、盈利预测与估值 .....	138
1、盈利预测 .....	138
2、估值 .....	144
3、分部估值 .....	147
十二、风险提示 .....	149
附录 .....	150

## 图表索引

图 1: 腾讯各业务均处于行业领先地位.....	16
图 2: 公司收入保持快速增长.....	16
图 3: 各业务收入占比趋于均衡.....	16
图 4: 腾讯核心社交产品.....	18
图 5: 腾讯核心产品用户仍在增长.....	18
图 6: 腾讯 3 款核心产品用户.....	18
图 7: 移动应用总使用时长 TOP15 (2017 年 6 月).....	19
图 8: 中国移动社交行业的用户规模.....	19
图 9: 中国互联网用户年龄结构.....	19
图 10: 微信发展历程, 定位做连接器、工具和生态.....	20
图 11: 微信月活用户达 10.4 亿, 仍在增长.....	20
图 12: QQ 发展历程.....	21
图 13: QQ 月活跃用户数.....	21
图 14: 全球主要社交产品用户比较 (18Q1).....	22
图 15: 美国社交产品用户日均使用时长 (分钟).....	23
图 16: 2017 年 6 月 APP 总时长 TOP15.....	23
图 17: 微信用户日均使用时长分布.....	23
图 18: 受短视频、生存类手游等拉动, 移动互联网人均单日使用时间达 4.6 小时.....	24
图 19: 用户花时间最多的前 3 大应用是移动社交、视频、手游.....	24
图 20: 移动互联网热门行业总使用时长占比变化.....	24
图 21: 3 款生存类手游 DAU 突破 6 千万.....	24
图 22: 短视频、与短视频相关的拍照类和图像处理类应用用户强劲增长.....	25
图 23: 微信小程序用时 1 年月活用户跃升至 4 亿多.....	25
图 24: 腾讯手游收入维持高增长.....	26
图 25: 腾讯在国内手游市占率不断提升.....	26
图 26: 《王者荣耀》DAU 均值虽有波动, 仍呈现整体上升态势.....	27
图 27: 《王者荣耀》18Q1 月活用户维持稳定.....	27
图 28: 《王者荣耀》近 1 年来维持 iOS 中国畅销榜首位.....	27
图 29: 18Q1 手游中国 IOS 排行榜, 收入榜腾讯占 5 款, 下载榜占 6 款.....	28
图 30: 腾讯位居全球手游公司收入榜首.....	28
图 31: 微信/手 Q 每季度上线 5~8 款新手游 (2016 年以来上线新游梳理).....	29
图 32: 18Q2 iOS 畅销榜手游 TOP10, 腾讯维持 5~6 款占比.....	29
图 33: 《QQ 飞车》稳居 iOS 游戏畅销榜 TOP10.....	31
图 34: 《QQ 炫舞》稳居 iOS 游戏畅销榜 TOP20.....	31
图 35: 18Q1 主要新上线手游表现.....	31
图 36: 腾讯重点在运营手游近 1 年表现.....	32
图 37: 2018Q1 腾讯 2 款生存类手游不去重 DAU 突破 5 千万.....	35
图 38: 《堡垒之夜》手游日流水变化趋势.....	35

图 39: 《堡垒之夜》上线 90 天累计流水达 1 亿美元.....	35
图 40: 《PUBG Mobile》最高下载排名: 在 100 多个国家 IOS 下载榜上登顶 ..	36
图 41: 头部精品游戏推动 Steam 中国用户数增长 .....	37
图 42: TOP10 直播平台渗透率和 DAU .....	38
图 43: 直播平台开播数排名 .....	38
图 44: 直播平台《刺激战场》《全军出击》观看人气 .....	39
图 45: 直播平台《绝地求生》观看人气.....	39
图 46: 直播平台《英雄联盟》观看人气.....	39
图 47: 直播平台《王者荣耀》观看人气.....	39
图 48: 虎牙直播平台热门游戏观看人气 (2018.5) .....	39
图 49: 腾讯注册订阅用户持续增长.....	40
图 50: 腾讯各类付费增值服务 .....	40
图 51: 在线视频 APP 月活跃用户规模 TOP5 .....	41
图 52: 第一梯队在线视频付费用户超 6 千万 .....	41
图 53: 会员收入与广告收入逐渐接近 1:1 .....	42
图 54: 付费率约 12%~14%，月 ARPU 值约 10~14 元 .....	42
图 55: 在线视频 TOP10APP 月活跃用户 30 日留存率 (2017 年 11 月) .....	42
图 56: 腾讯音乐集团业务及核心产品 .....	43
图 57: 腾讯 3 款音乐 APP MAU 合计 7.7 亿 .....	44
图 58: 在线音乐 APP 行业用户规模.....	44
图 59: 阅文集团运作模式 .....	45
图 60: 阅文 2017 年营收同比增长 60.2%.....	46
图 61: 阅文收入主要来自付费阅读.....	46
图 62: 阅文月活跃用户稳健增长 .....	46
图 63: 月付费用户快速增长.....	46
图 64: 阅文付费率持续提升至 5.8%.....	46
图 65: 阅文付费用户月 ARPU 值为 22.3 元 .....	46
图 66: 中国网络广告市场增速仍在 30%以上 .....	49
图 67: 广告原生化、智能化, 助力中国电商、视频、社交、搜索广告保持快速增长 .....	49
图 68: 中国信息流广告迅速增长, 表现形式更多样化.....	50
图 69: 信息流+AI 助力各媒体广告收入保持高增长 .....	50
图 70: Facebook: 信息流鼻祖, 持续改进推荐算法.....	50
图 71: 腾讯: 信息流广告成新增长点, 仍有较大提升.....	50
图 72: 百度: 信息流是增长点, AI 技术加持.....	50
图 73: 今日头条: 信息流+AI 践行者和最大受益者 .....	50
图 74: 网络广告快速增长, 收入占比提升至 19%.....	51
图 75: 社交广告快速增长, 媒体广告仍有潜力.....	51
图 76: 腾讯广告体系 .....	53
图 77: 腾讯媒体广告媒体及广告形式 .....	54
图 78: 腾讯社交广告媒体及广告形式 .....	53
图 79: 小程序支持的广告 .....	58
图 80: 微信搜索囊括 11 个结果分类.....	59

图 81: 新闻资讯类 APP 月活用户比较 .....	59
图 82: 新闻资讯类 APP 日活用户比较 .....	59
图 83: 视频平台广告业务同比增速对比 .....	60
图 84: 视频平台广告业务收入对比 .....	60
图 85: 全球主要互联网公司广告收入对比 .....	61
图 86: 全球主要互联网公司广告收入占比 .....	61
图 87: 全球主要互联网公司广告收入同比增速对比 .....	61
图 88: 全球主要互联网媒体公司广告毛利率对比 .....	61
图 89: 全球主要互联网媒体公司净利率对比 .....	62
图 90: 中国主要互联网媒体公司广告收入对比 .....	62
图 91: 朋友圈广告形式 .....	62
图 92: 微信公众号广告形式 .....	62
图 93: 小程序广告形式 .....	63
图 94: 微信广告数据定向: 基础定向+兴趣+LBS .....	63
图 95: 单月活用户季度收入对比 .....	65
图 96: Facebook 各地区 ARPU 值 .....	65
图 97: 量子云公众号收入 2017 年同比增长 87% .....	68
图 98: 量子云公众号收入中腾讯收入仅占 11.5% .....	68
图 99: 腾讯以支付为核心的互联网金融生态 .....	70
图 100: 财付通及微信支付发展历程 .....	71
图 101: 第三方支付服务的支付流程及各相关参与方 .....	72
图 102: 中国移动支付交易额规模 .....	73
图 103: 中国移动支付交易结构 .....	73
图 104: 中国线下最终消费总额 .....	74
图 105: 中国零售小店数量及销售额 .....	74
图 106: 理财通发展轨迹 .....	75
图 107: 腾讯理财通部分合作机构 .....	75
图 108: 腾讯理财通业务概览 .....	75
图 109: 微众银行历年主要财务指标 .....	76
图 110: 微众银行主要股东 .....	76
图 111: 微众银行发展历程 .....	77
图 112: 微众银行业务概览 .....	77
图 113: 微众银行贷款业务概览 .....	78
图 114: 腾讯自选股 APP .....	79
图 115: 腾讯微证券 .....	80
图 116: 腾讯主要金融服务 .....	80
图 117: PayPal 商业模式 .....	85
图 118: PayPal 收入来源 .....	85
图 119: PayPal 收入及构成 .....	85
图 120: PayPal 净利润及净利率 .....	85
图 121: PayPal 2017 年关键营业数据 .....	86
图 122: Visa 商业模式 .....	86
图 123: Visa 收入及构成 .....	87

图 124: Visa 净利润及净利率 .....	87
图 125: Visa 2017 财年关键营业数据 .....	87
图 126: 2013-2020 年中国网络资管规模 .....	88
图 127: 国内主要互联网理财平台 .....	88
图 128: 2012-2017 中国互联网金融放贷规模及增速 .....	92
图 129: 线下扫码支付发展历程 .....	95
图 130: 2016Q1-2017Q1E 中国扫码支付市场规模及增长率 .....	95
图 131: 微信支付和支付宝线下扫码竞争格局 .....	95
图 132: 2017 年“用云量”行业分布 .....	99
图 133: 2017 年各行业“用云量”年化增速 .....	99
图 134: “用云量”行业占比变化 .....	99
图 135: “用云量”最高的 TOP20 城市 .....	100
图 136: 中国公有云市场规模及增速 .....	100
图 137: 中国私有云市场规模及增速 .....	100
图 138: 2017 年上半年中国公有云 IaaS 市场份额 .....	101
图 139: 阿里云收入连续 12 个季度同比增速翻倍 .....	101
图 140: 腾讯云发展历程 .....	104
图 141: 腾讯云基础设施覆盖全球 21 个地区、运营 36 个可用区 (2017.12) .....	104
图 142: 腾讯云政务解决方案 (部分) .....	106
图 143: 2017 年全球公有云市场份额 (亿美元) .....	107
图 144: 公有云市场地区分布 (2016) .....	107
图 145: 全球 IaaS 市场规模预测 .....	107
图 146: 2017 年全球 IaaS 市场份额 .....	107
图 147: 亚马逊 AWS 收入 18Q1 同比增长 49% .....	107
图 148: 亚马逊 AWS 经营利润率约 25% 左右 .....	107
图 149: 亚马逊 AWS 与微软 Azure 季度收入增速对比 .....	108
图 150: 微软智能云季度收入及增速 .....	108
图 151: 小程序发展历程 .....	110
图 152: 从 PC 到移动, 入口和分发的变迁 .....	111
图 153: 小程序适用的场景 .....	112
图 154: 针对小程序, 腾讯已开放 60 多个入口 .....	113
图 155: 微信搜索囊括 11 个结果分类 .....	115
图 156: 小程序广告形态 .....	115
图 157: 小游戏广告日流水突破 1 千万元 .....	115
图 158: 典型零售实体应用微信小程序的场景及用户规模 .....	116
图 159: 微信小程序产业生态图 .....	118
图 160: 2017 年小程序融资案例 (部分) .....	118
图 161: 微信小程序月活跃用户规模及在微信中的渗透率 .....	119
图 162: 2018 年 4 月微信小程序 TOP100 行业分布占比 .....	120
图 163: 小游戏数量快速增长, 突破 2 千款 .....	121
图 164: 小游戏玩家年龄分布: 30 岁以上占 54% .....	121
图 165: 微信小游戏玩家每日人均使用频次和每日平均使用时长 .....	121

图 166: 网络购物类小程序用户年龄分布 .....	122
图 167: 图片摄影类小程序在 TOP100 中上榜率对比 .....	123
图 168: 微信小程序生态: 助力赋能各行业 .....	123
图 169: 2018 年上半年小程序 C 端访问及 B 端分布 .....	124
图 170: 2018 年上半年小程序用户场景入口分布 .....	124
图 171: 微信生态主要商业服务类公司 .....	126
图 172: 腾讯渠道商业服务 GMV 估算 .....	126
图 173: 微信生态头部商业服务类公司流量占比 .....	127
图 174: 拼多多年 GMV 达 2,621 亿元 .....	127
图 175: 同程艺龙支付给腾讯的服务费金额 (不含营销推广费) .....	127
图 176: 美团点评支付给腾讯的服务费金额 .....	127
图 177: 美团主要 APP 和微信小程序 MAU 对比 .....	128
图 178: 典型在线旅游 APP 和微信小程序 MAU 对比 .....	128
图 179: 典型社交电商 APP 和微信小程序 MAU 对比 .....	128
图 180: 2018 年 5~6 月典型综合电商微信小程序 DAU (万人) .....	128
图 181: 2018 年 5~6 月典型社交电商微信小程序 DAU (万人) .....	129
图 182: 2018 年 6 月微信小程序 MAU TOP30 .....	129
图 183: 腾讯投资布局及战略合作伙伴 .....	130
图 184: 腾讯近 10 年参与投资的数量及金额 .....	130
图 185: 腾讯投资公司行业分布 (近 10 年) .....	130
图 186: 公司收入构成 .....	136
图 187: 公司营业成本构成 .....	136
图 188: 公司净利润及增速 .....	136
图 189: 公司各费用情况 .....	136
图 190: 公司净利率和毛利率情况 .....	137
图 191: 公司营业收入、净利润及增速 .....	137
图 192: 腾讯主要在运营手游 (部分) 近 1 年 iOS 畅销榜排名稳定 .....	139
图 193: 全球主要互联网公司单月活用户收入 .....	146
图 194: 全球主要互联网公司单月活用户估值 .....	146
表 1: 腾讯分部估值表 .....	4
表 2: 腾讯分业务预测表 (人民币亿元) .....	5
表 3: 腾讯利润表简表 .....	6
表 4: 腾讯主要业务板块 .....	17
表 5: 全球社交公司收入和利润对比 .....	22
表 6: 腾讯 18Q1 上线近 10 款手游,《QQ 飞车》《奇迹: 觉醒》表现靓丽, 生存类手游高下载未变 .....	29
表 7: 2018 年微信/手 Q 游戏项目储备 .....	31
表 8: 腾讯 UP2018 发布 16 款重点手游 (9 款代理+7 款自研) .....	32
表 9: 全球 PC 端游戏收入排行榜 (亿美元) .....	33
表 10: 2018 年腾讯 PC 游戏项目储备 .....	33
表 11: 腾讯 UP2018 发布 6 款重点端游 .....	34
表 12: 生存类手游高居下载榜前列, 海外商业化提速 .....	35

表 13: Steam: 收入、用户及游戏数量 .....	37
表 14: 腾讯视频会员分类 .....	42
表 15: QQ 音乐绿钻分类 .....	44
表 16: 腾讯 QQ 增值服务 .....	47
表 17: 游戏类增值服务 .....	48
表 18: 全球主要社交媒体及互联网公司广告价值对比 .....	52
表 19: 腾讯可承载广告的媒体全梳理 .....	54
表 20: 微信广告收费方式及收费标准 .....	57
表 21: 微信朋友圈广告 CPM 收费标准 .....	57
表 22: 主要资讯 APP 广告加载率对比 .....	60
表 23: 新闻资讯及短视频广告刊例比较(CPM 或 CPT) .....	60
表 24: 视频网站 2018 年刊例对比 .....	61
表 25: 腾讯微信广告收入估算 .....	64
表 26: 朋友圈及公众号广告收入估算公式 .....	65
表 27: 朋友圈广告收入估算 (CPM) .....	66
表 28: 公众号广告收入估算 (CPC) .....	68
表 29: 公众号广告报价对比 .....	69
表 30: 微信支付业务数据及收入成本构成 .....	72
表 31: 2017 年 Q3 中国部分第三方支付企业交易规模 .....	73
表 32: 中国线下扫码支付渗透率与非现金支付渗透率 .....	73
表 33: 微粒贷业务模式及运营数据 .....	78
表 34: 腾讯金融、蚂蚁金服、PayPal 及 Visa 对比 .....	81
表 35: 支付公司估值参考 .....	83
表 36: 支付公司用户估值参考 .....	83
表 37: 腾讯和蚂蚁金服持有金融牌照对比 .....	83
表 38: 腾讯互联网金融和蚂蚁金服业务对比 .....	84
表 39: Visa 核心产品与服务 .....	86
表 40: 理财通、蚂蚁财富、嘉信理财对比 .....	88
表 41: 国外互联网理财平台业务概览 .....	89
表 42: 腾讯和蚂蚁金服保险领域概况 .....	90
表 43: 腾讯金融和蚂蚁金服信贷业务对比 (截止 2018 年 4 月) .....	92
表 44: 国内金融云服务概览 (截止 2018 年 4 月) .....	93
表 45: 国内区块链服务概览 (截止 2018 年 4 月) .....	93
表 46: 国内主流电商平台支付方式 (截止 2018 年 4 月) .....	94
表 47: 腾讯系和阿里巴巴零售产业投资布局 (截止 2018 年 2 月) .....	96
表 48: 微信支付和支付宝在东南亚及香港市场业务 (截止 2018 年 4 月) .....	96
表 49: 阿里云与腾讯云 IaaS 业务对比 .....	102
表 50: 腾讯云计算服务 .....	105
表 51: 腾讯云服务覆盖客户 .....	105
表 52: 全球公有云渗透率还偏低, 中国低于全球 .....	106
表 53: 全球云计算公司估值表 .....	109
表 54: 亚马逊 AWS 和阿里云估值参考 .....	109
表 55: 微信小程序与苹果商店对比 .....	111

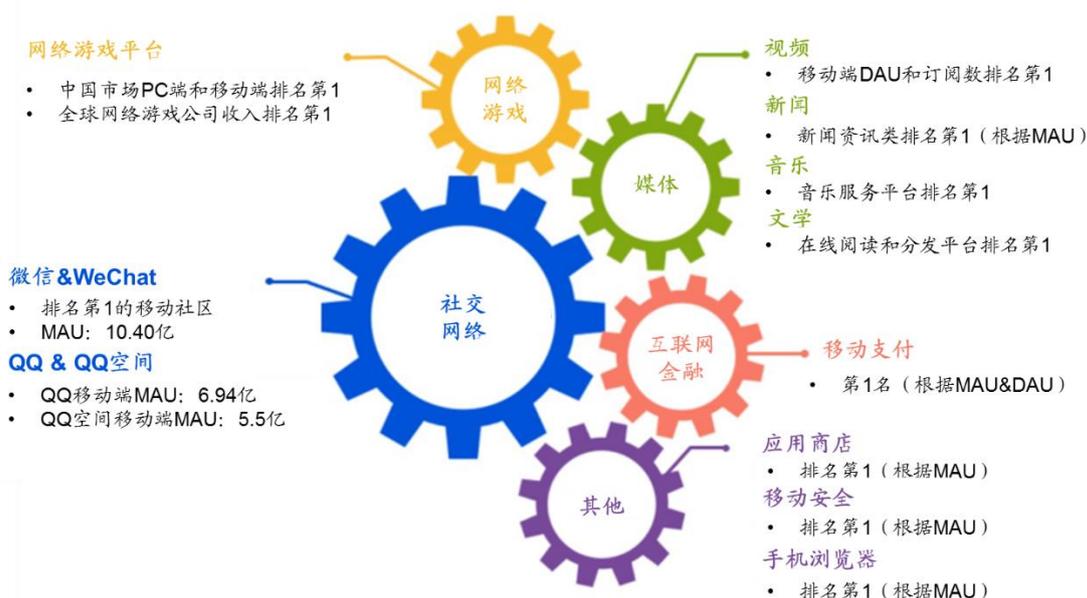
表 56: 小程序、APP、H5 对比 .....	113
表 57: 过去 5 年, 微信项目估值 TOP10.....	117
表 58: 2018 年 4 月微信小程序 TOP20 榜单.....	119
表 59: 2018 年春季小游戏用户规模 TOP10.....	121
表 60: 2018 年春季微信小程序网络购物行业用户规模 TOP10 .....	122
表 61、小游戏流水与利润估算 (2018) .....	124
表 62: 电商公司估值参考 .....	127
表 63: 腾讯旗下投资公司 (部分) .....	131
表 64: 腾讯旗下投资公司公允价值估算 (截至 2017 年底) .....	133
表 65: 2018 年微信/手 Q 游戏项目储备 .....	139
表 66: 腾讯 UP2018 发布 16 款重点手游 (9 款代理+7 款自研) .....	140
表 67: 2018 年腾讯 PC 游戏项目储备.....	140
表 68: 腾讯 UP2018 发布 6 款重点端游.....	140
表 69: 全球主要社交媒体及互联网公司广告价值对比.....	141
表 70: 主要资讯 APP 广告加载率对比 .....	141
表 71: 腾讯分业务预测表 (人民币亿元) .....	143
表 72: 腾讯利润表预测简表.....	144
表 73: 全球主要互联网公司估值表.....	145
表 74: 腾讯分部估值.....	147
表 75: 腾讯投资公司梳理 .....	150

## 一、以社交为核心，不断扩大生态圈

腾讯以即时通讯和社交为核心，构建C端（游戏、用户订阅/增值付费）和B端（广告、支付（互联网金融）、小程序、云服务）生态，C端具明显领先优势且仍保持较快增长，B端布局未来，处于快速成长中。腾讯业务结构趋于均衡，游戏收入占比不断下降（已占40%以下），用户付费收入占比稳定，广告、其他收入（支付及互联网金融、云服务）收入占比呈提升趋势。

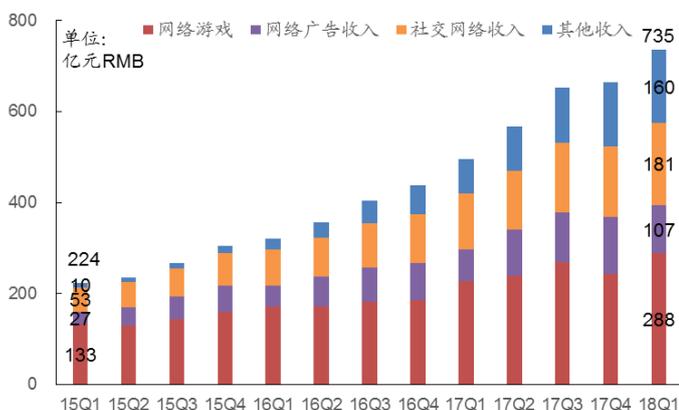
未来腾讯基于开放生态，目标做数字化助手，助力各行各业实现数字化转型升级，专注做好连接器、工具、生态这3个角色，借助旗下七个工具（从表到里分别是公众号、小程序、移动支付、社交广告、企业微信、大数据、安全能力），实现人联网、物联网、智联网。

图 1：腾讯各业务均处于行业领先地位



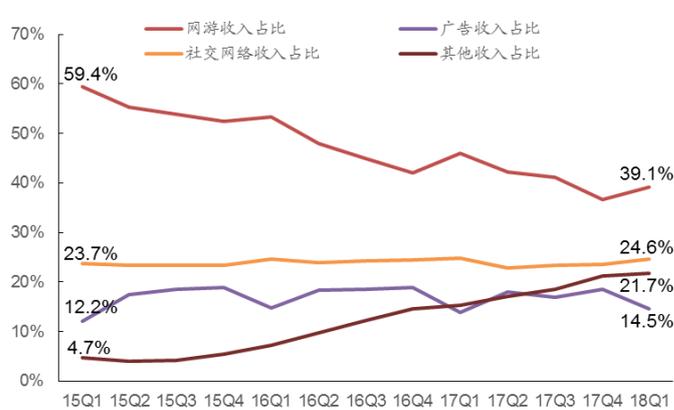
数据来源：公司业绩会资料，广发证券发展研究中心

图 2：公司收入保持快速增长



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：各业务收入占比趋于均衡



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 4: 腾讯主要业务板块

主要业务	主要产品	2017年收入 (亿元RMB)	2017年收入 占比	2017年收入 增速
社交	微信/WeChat                      QQ                      QQ空间 MAU 20.4亿 (截至18Q1)			
游戏	<b>PC游戏</b> 《英雄联盟》                      《地下城与勇士》                      《穿越火线》等	979	41.2%	38.2%
	<b>移动游戏</b> 《王者荣耀》                      《QQ飞车》等			
广告	<b>社交广告</b> QQ客户端                      QQ空间                      公众号                      朋友圈                      QQ浏览器                      应用宝                      联盟广告	404	17.0%	49.9%
	<b>媒体广告</b> 腾讯网                      腾讯新闻                      天天快报                      腾讯视频                      QQ音乐			
社交网络 (用户付费)	腾讯视频                  QQ音乐                  全民K歌                  阅文集团 文学                  超级会员	561	23.6%	51.8%
支付及其他	<b>支付(互联网金融)</b> 微信支付 微信支付 不止支付                      理财通                      WeSure 微保                      微粒贷                      WeBank 微众银行	433	18.2%	152.6%
	<b>云服务</b> 腾讯云			

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

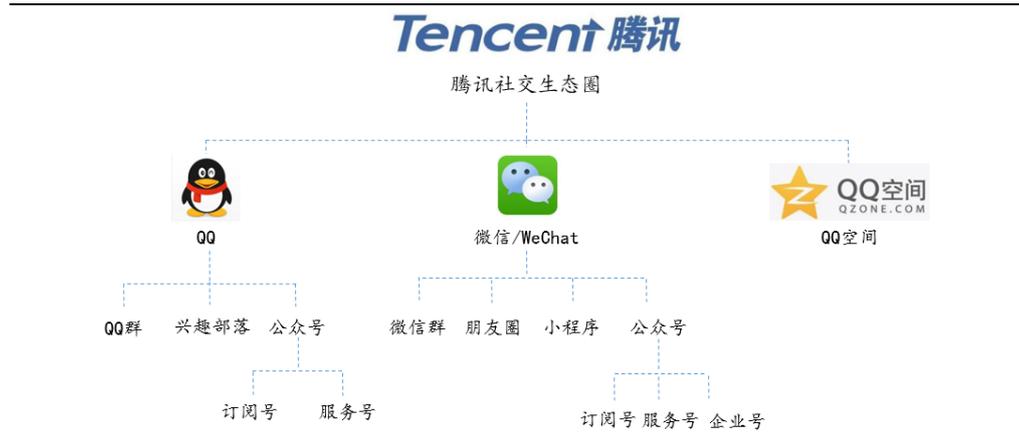
## 二、社交：生态核心，商业化基石

### 1、社交生态圈：多样化社交产品和服务实现平台增值

腾讯以即时通讯和社交为核心竞争力，定位做各行各业的数字化助手，专注做连接器、做工具、做生态，通过在游戏、内容、支付、小程序、智慧零售等领域全面布局，实现人与人、人与信息、人与物的连接。腾讯依托强大的社交平台（微信、QQ、QQ空间）建立人与人之间的强关系链，围绕用户需求，全面布局各类业务，扩大使用场景，尽可能多地留住用户、并拉长用户时间，形成腾讯生态圈的基石。

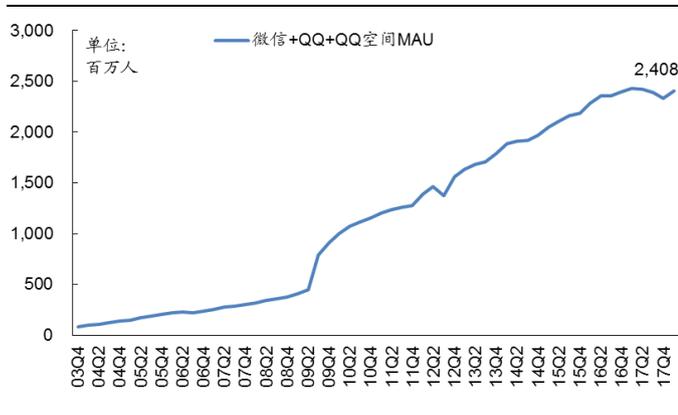
截至2018年3月，腾讯3款核心社交产品MAU合计24.08亿，其中微信MAU为10.4亿，QQ的MAU为8.06亿，QQ空间MAU为5.62亿。根据QuestMobile数据，2017年12月即时通讯使用时长占移动互联网总使用时长比例达32%，微信日均使用时长81分钟。微信具高黏性，使用时长领先优势明显。根据微信官方发布的《2017微信数据报告》，截至2017年9月，微信日活用户超9亿，公众号月活账户数350万，月活粉丝数7.97亿，微信日发送消息数量为380亿次（人均每日发送42次），发送语音消息次数为61亿次。QQ在年轻用户中有较高黏度：21岁或以下用户的手Q月活跃账户同比增长，且每用户使用时间亦增加。QQ空间：校园空间进一步提升高中及大学覆盖率。

图 4：腾讯核心社交产品



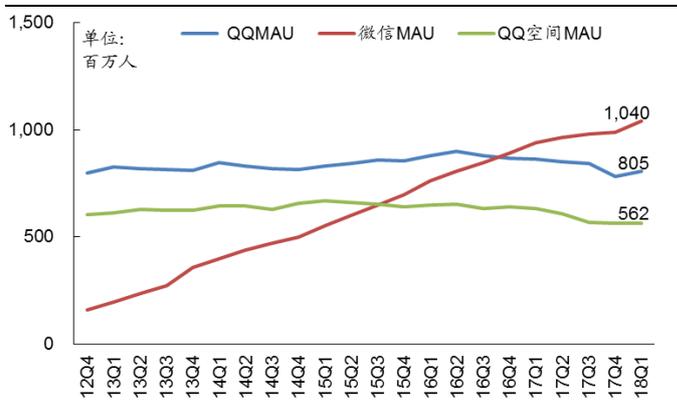
数据来源：广发证券发展研究中心

图 5：腾讯核心产品用户仍在增长



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：腾讯 3 款核心产品用户



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 7: 移动应用总使用时长 TOP15 (2017 年 6 月)



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

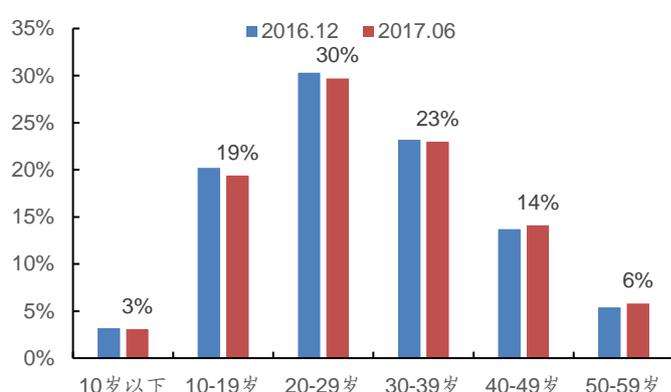
随着中国互联网和移动互联网的发展,中国移动社交行业用户规模逐渐扩大,2017 年中国移动社交用户数为 10.07 亿(数据来自 QuestMobile)。多样化的社交应用服务、支付应用的发展和年轻一代用户数量及消费能力提升使得社交平台价值不断放大。随着移动社交用户数的增加,人口红利逐渐消退,未来新增用户数放缓,社交平台的发展重点在于存量用户的运营,即构建生态能力,增加平台变现能力。

图 8: 中国移动社交行业的用户规模



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 9: 中国互联网用户年龄结构



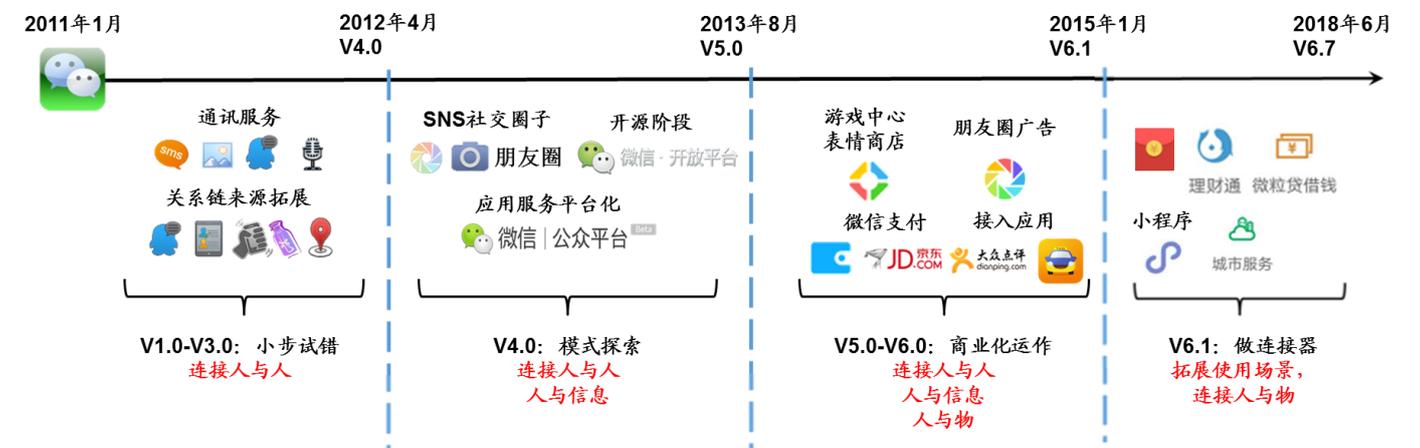
数据来源: CNNIC, 广发证券发展研究中心

## 2、微信: 以即时通讯和社交为核, 不断扩张生态并赋能各行业

微信连接人与人,同时构建人与信息、人与服务、人与物的连接生态,实现跨应用、跨场景的连接,将腾讯生态能力赋能于各行业。2011~2012 年为微信的原生阶段,微信主要作为即时通信工具连接人与人的交流。2012~2013 年微信发展进入模式探索阶段,于 2012 年 4 月上线朋友圈,增加社交互动属性,于 2012 年 8 月推出公众号服务,重构媒体生态。2013 年 8 月微信开启商业化运作,于 2013 年 8 月上线游戏中心和微信支付,开启商业化,于 2015 年 1 月开启朋友圈广告。2015 年微信进入连接与赋能阶段,陆续推出红包、二维码首付款、城市服务、小程序等功能和业务,连接生活和商业,连接线上和线下,于 2015 年 1 月推出红包功能,微信支付用户快速增长,于 2017 年 1 月推出小程序,连接生活和商业。微信成为以即时通讯和社交为核心,

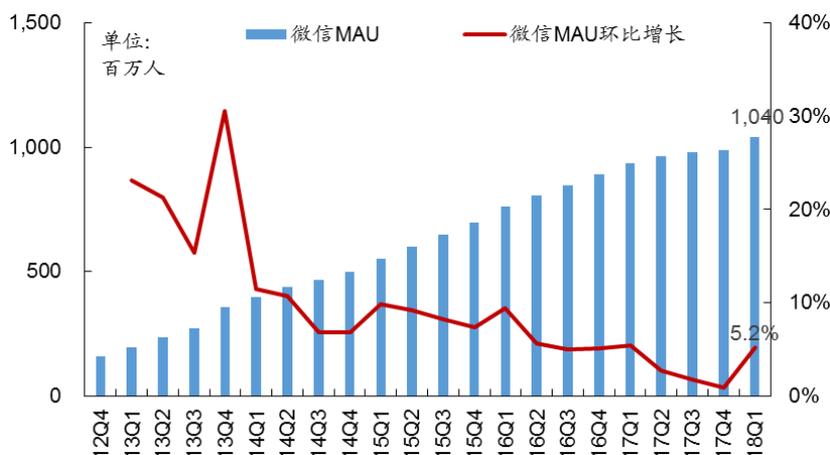
辐射线上和线下场景，覆盖生活、商业、娱乐、互联网金融等各领域的综合生态型产品和服务。截至2018年3月，微信/WeChat月活跃用户数达到10.4亿人，同比增长10.9%，环比增长5.2%。

图 10: 微信发展历程，定位做连接器、工具和生态



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 11: 微信月活用户达 10.4 亿，仍在增长



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

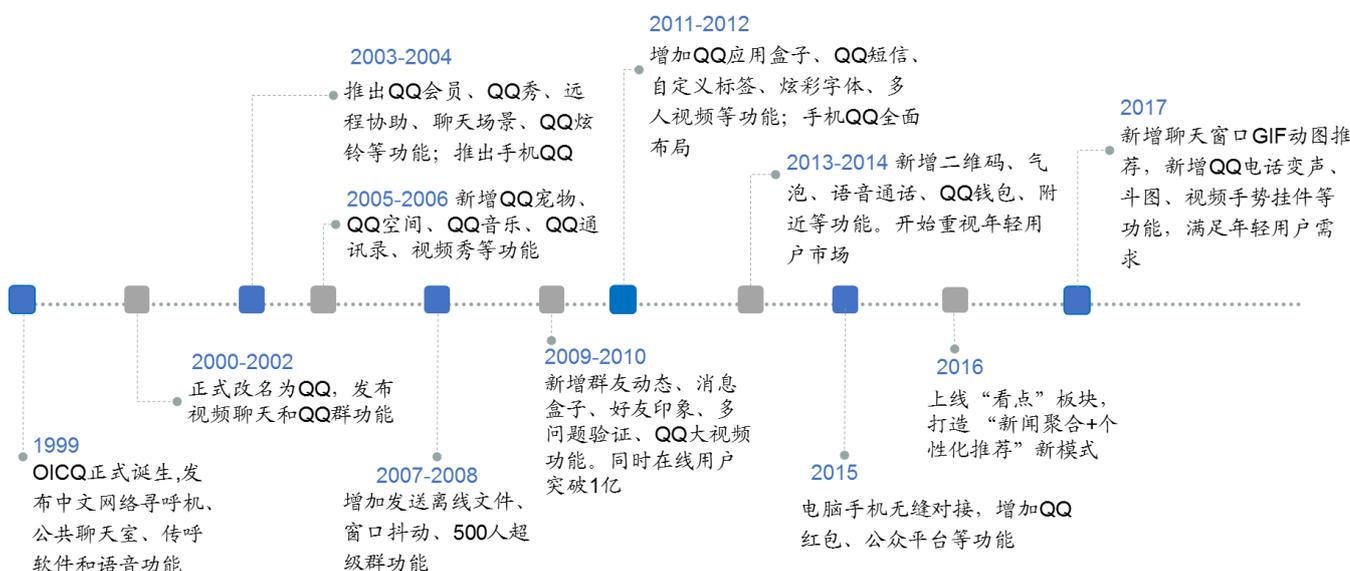
### 3、QQ 及 QQ 空间：在年轻用户中有较高黏度

QQ是腾讯的首款产品，虽月活用户有所下降，但在年轻用户中受欢迎程度高。QQ利用兴趣部落、新闻信息流看点和人工智能增加特色功能，使用户发送图片、音频及视频更具趣味性，同时QQ也是开放的内容平台，增强内容提供者 and 用户的关联性。截至2018Q1，QQ月活跃用户数为8.06亿，春节期间春节元素的运用以及刷脸、语音抢红包都进一步提升了手机端的活跃用户数。基于手Q推出的特色资讯产品QQ看点发展迅速，截至18Q1日活用户超8千万。

QQ空间于2005年推出，是中国最大的社交网络，致力于为用户提供个性化的网络家园，校园空间进一步提升高中及大学覆盖率。QQ空间先后推出一系列产品如说说、个性装扮、游戏《QQ农场》、《QQ牧场》、《抢车位》等，是用户分享心情

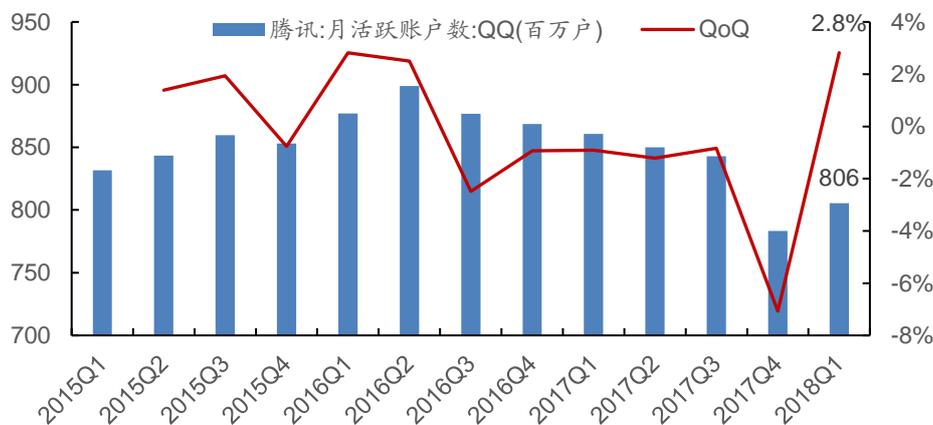
和朋友交流的社交平台。QQ空间月活跃用户数截至2018Q1为5.62亿，其中智能终端账户月活跃用户数占比97.8%。

图 12: QQ 发展历程



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 13: QQ 月活跃用户数



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### 4、全球社交公司对比: 腾讯使用时长优势明显, 业务结构多元化

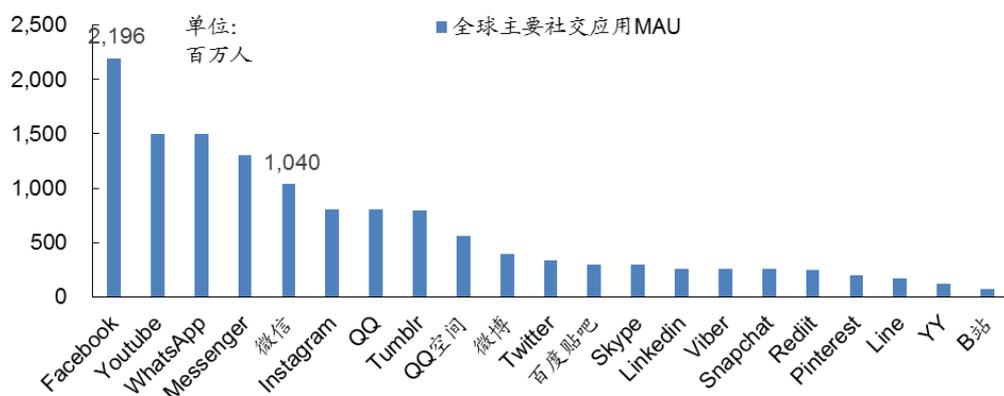
**Facebook: 全球第一大社交平台, 第2大广告公司。** Facebook旗下有4款核心产品, 均位居全球TOP6, 包括Facebook, WhatsApp, Facebook Messenger, Instagram, 成就Facebook约6,000亿美元市值。Facebook核心产品为Facebook, 是承载好友动态与媒体内容的展现工具。**WhatsApp**是一款纯通讯工具, 界面设计简洁, 保留了聊天应用的本质, Facebook于2014年以190亿美元收购。**FB Messenger**是Facebook自行开发的一款即时通讯应用, 相比于WhatsApp, FB Messenger加入了更多的应用功能如转账、媒体内容服务及电商服务等, 逐渐向平台转化。**Instagram**是具有图片及短视频分享功能的社交应用, 凭借精美格调的滤镜功能受到全球用户喜爱, 现已陆续加入图片广告和故事功能, Facebook于2012年收购Instagram。广

告收入是Facebook主要收入来源，占其收入超98%。

对比全球主要社交产品用户情况：Facebook旗下4款社交产品（Facebook、WhatsApp、FB Messenger、Instagram）月活用户数合计达58亿，其中Facebook月活用户21.96亿；对比看，腾讯的3款社交产品微信/WeChat、QQ、QQ空间在全球用户规模上分别排名第5、6和9，合计月活用户超24亿。

从收入构成角度看，Facebook等社交公司主要收入来源为广告，腾讯业务更多元化且各业务趋于均衡。Facebook广告收入构成98%以上收入来源，而腾讯则是社交、游戏、广告、内容运营、支付及云业务等多头并进的生态型互联网公司，形成各业务之间相互协同的生态。

图 14：全球主要社交产品用户比较（18Q1）



数据来源：Statista, Bloomberg, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

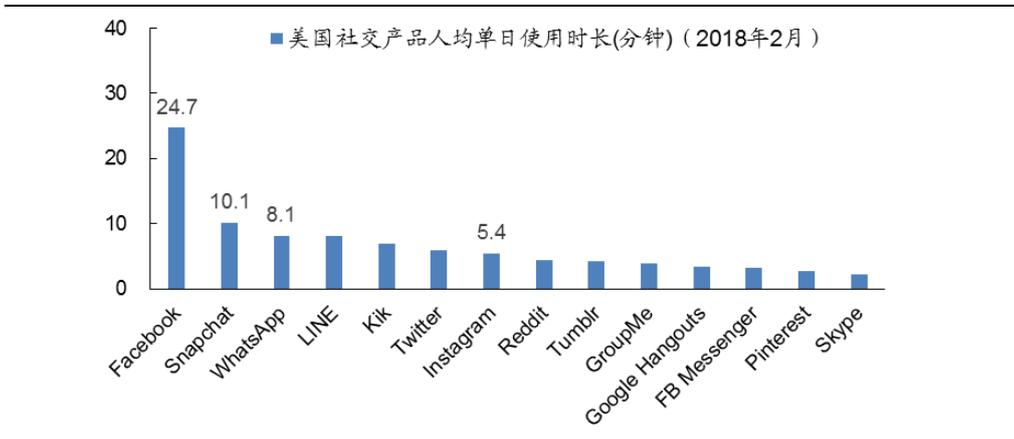
表 5：全球社交公司收入和利润对比

公司	交易币种	总市值 (亿美元)	总营业收入 (百万美元)			归属普通股股东净利润(百万美元)		
			2016	2017	2018E	2016	2017	2018E
Facebook	USD	6,023	27,638	40,653	56,685	10,188	15,920	22,501
腾讯控股	HKD	4,560	21,961	36,426	52,216	5,924	10,944	13,720
微博	USD	194	656	1,150	1,806	108	353	586
推特	USD	327	2,530	2,443	2,912	(457)	(108)	215
Snapchat	USD	169	404	825	1,173	(515)	(3,445)	(815)
Line	USD	108	1,209	1,481	1,839	58	72	40
KAKAO	KRW	77	1,215	1,844	2,151	48	102	117
奈飞公司	USD	1,586	8,831	11,693	16,106	187	559	1,292
爱奇艺	USD	231	1,620	2,660	3,750	(443)	(572)	(907)
哔哩哔哩	USD	39	75	378	664	(171)	(87)	(15)
陌陌	USD	90	553	1,318	1,998	145	319	465
欢聚时代	USD	60	1,183	1,774	2,441	220	382	507
虎牙	USD	72	115	334	692	(90)	(15)	(102)
美图公司	HKD	34	228	694	1,225	(903)	(30)	96

数据来源：Bloomberg, Thomson One, Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注：股价为截至2018年7月20日最新收盘价

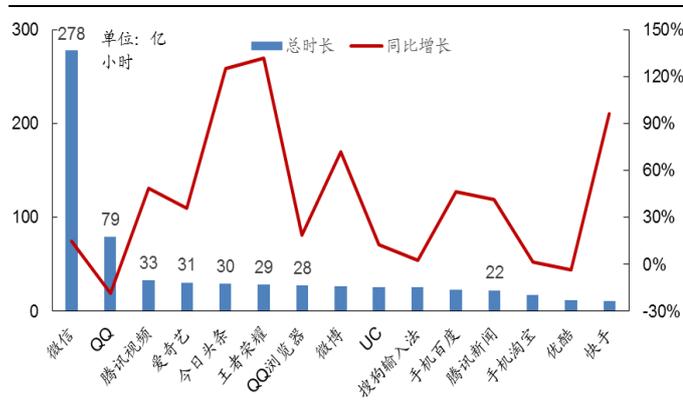
微信用户使用时长大幅领先于北美社交产品。美国主要社交应用包括Facebook、Snapchat、Twitter、Instagram等，其中Facebook用户的平均花费时间最高，单日使用时长约为25分钟。中国社交应用包括微信、QQ、微博、抖音等，其中微信拥有最高用户使用时长。根据QuestMobile数据，2017年12月即时通讯使用时长占移动互联网总使用时长比例达32%，微信人均单日使用时长81分钟。根据QuestMobile 2017年6月数据，微信月总时长为278小时，远高于其他应用使用时长。

图 15: 美国社交产品用户日均使用时长 (分钟)



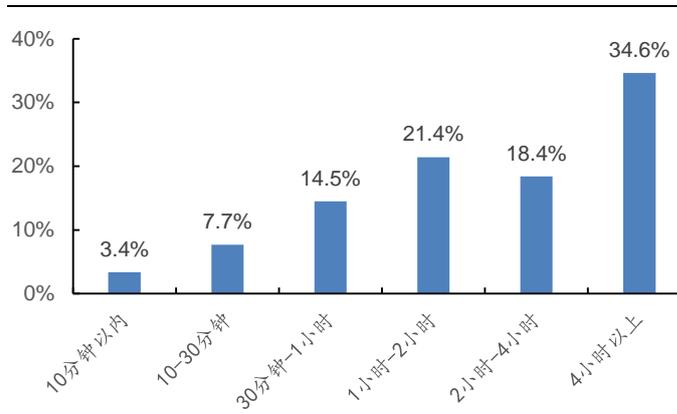
数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

图 16: 2017 年 6 月 APP 总时长 TOP15



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 17: 微信用户日均使用时长分布



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

## 5、互联网行业：使用时长成为争夺焦点

互联网经济基础是流量，流量决定互联网经济价值，流量通过2个指标反应：用户数和使用时长；对内容型公司，重点指标还包括付费率\*ARPU值。

随着用户数红利减小，提升使用时长成为各应用之间争夺的焦点。移动互联网总使用时长、人均单日使用时长呈增长态势，短视频、小程序、生存类手游等细分行业使用时长增量贡献显著。根据QuestMobile数据，截至2018年3月，中国移动互联网月活设备数为10.95亿，同比增长，环比基本持平，渗透率最高的即时通讯，如微信春节期间月活用户突破10亿。

图 18: 受短视频、生存类手游等拉动, 移动互联网人均单日使用时间达 4.6 小时



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心  
注: 使用时长为单设备使用时长。

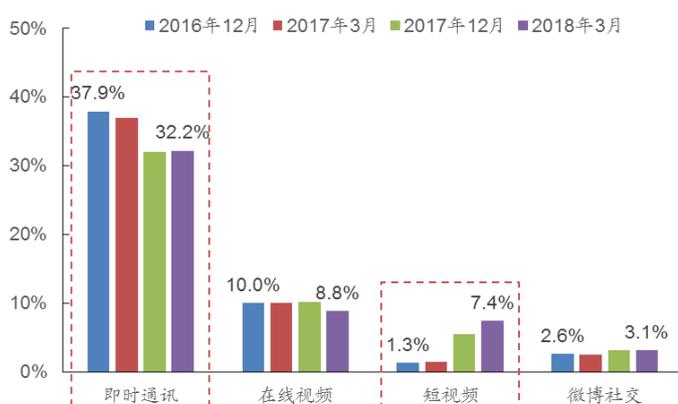
图 19: 用户花时间最多的前 3 大应用是移动社交、视频、手游



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

新应用助力使用时长增长。短视频、与短视频相关的拍照类和图像处理类应用、生存类手游用户数和用户市场均呈较大增长, 微信小程序同样获得高增长。

图 20: 移动互联网热门行业总使用时长占比变化



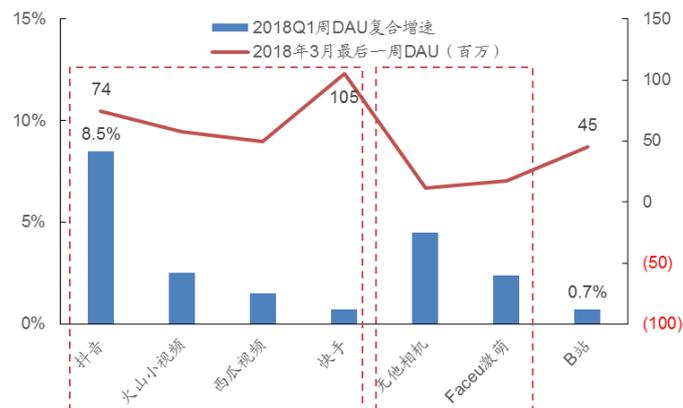
数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 21: 3 款生存类手游 DAU 突破 6 千万



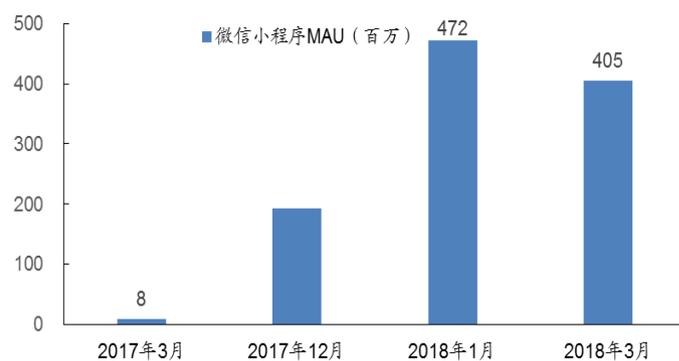
数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 22: 短视频、与短视频相关的拍照类和图像处理类应用用户强劲增长



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 23: 微信小程序用时1年月活用户跃升至4亿多



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

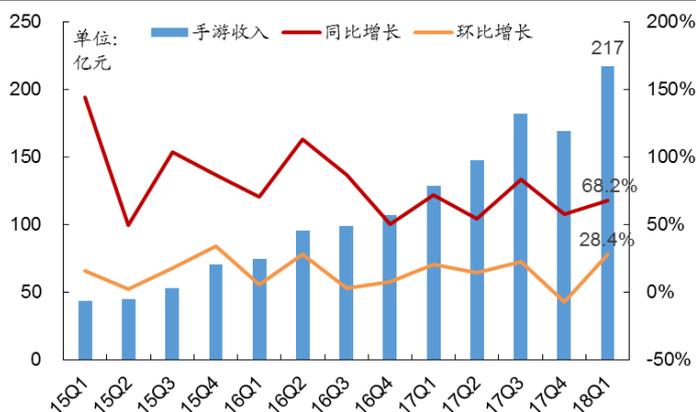
### 三、游戏：生态现金牛，产品+平台构筑高壁垒

#### 1、手游：自研+代理，囊括行业多数精品手游

腾讯位居中国手游市场第1，市占率60%以上。18Q1手游收入保持高增长，收入达217亿元，同比大幅增长68.2%，环比增长28.4%，增速高于行业。Q1上线近10款手游，《奇迹MU：觉醒》《QQ飞车手游》等新游戏带来的增量贡献显著，《王者荣耀》Q1受春节影响收入亦增长。结合GPC&CNG&IDC行业数据，腾讯18Q1市占率进一步提升。

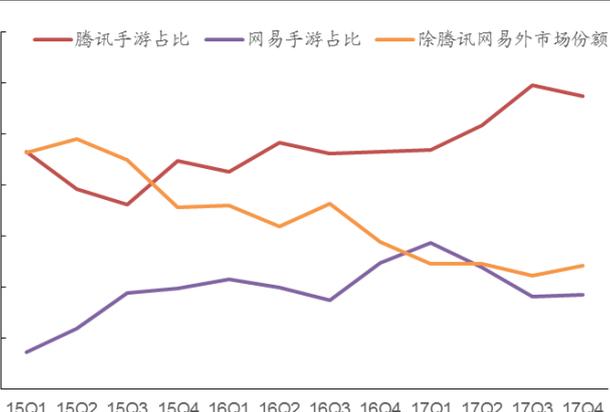
手游是游戏业务主要增长驱动力。腾讯以每年数十款新游上线频度推动手游收入不断增长，于16Q2超越端游成为腾讯游戏业务的主要驱动。凭借《王者荣耀》《穿越火线》《QQ飞车手游》等热门游戏广泛吸金，成为全球最赚钱的手游公司。自主研发的《王者荣耀》已经上线2年多，仍然具有极强的活跃度，18Q1的DAU同比2位数增长（根据公司财报），实现约1.3亿（根据QuestMobile数据）。

图 24：腾讯手游收入维持高增长



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 25：腾讯在国内手游市占率不断提升

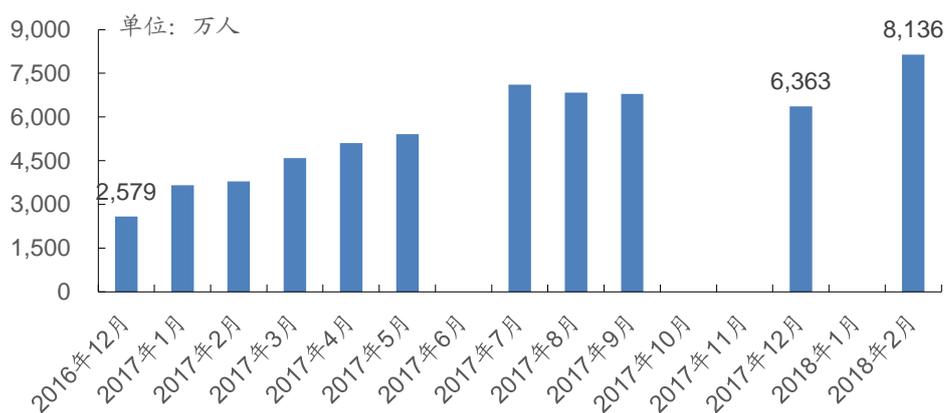


数据来源：公司财报，GPC&CNG&IDC，广发证券发展研究中心

《王者荣耀》维持iOS畅销榜第1，是全球最赚钱手游。根据游戏工委、伽马数据发布的《2017年中国游戏产业报告》，《王者荣耀》从上线至2017年年末累积流水达到300亿元人民币。

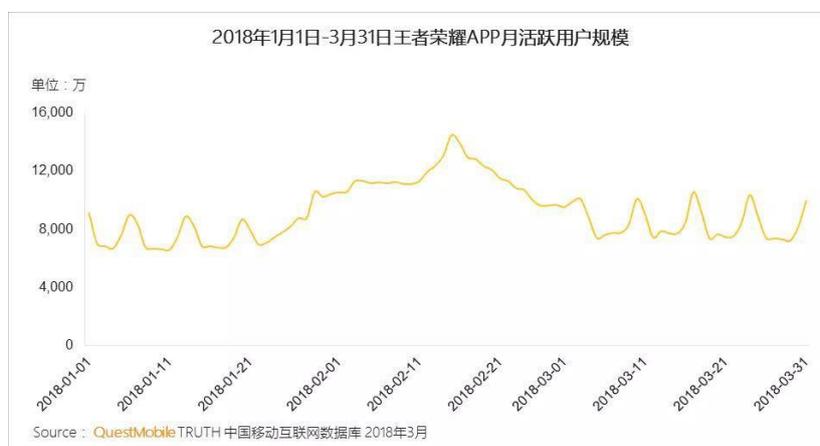
DAU稳中有升，18Q1同比2位数增长。根据AppAnnie公布的统计数据，《王者荣耀》自2017年4月开始持续保持全球游戏iOS月收入榜单第1名长达8个月时间，在2018年1月排名出现波动，2月开始重回首位。根据QuestMobile数据，在2018年春节期间，《王者荣耀》新增用户数及用户活跃度明显攀升，以76%的日均活跃用户增幅进入全网APP日均活跃用户增幅TOP3，2月15日至21日之间日均DAU达1.29亿。

图 26: 《王者荣耀》DAU 均值虽有波动, 仍呈现整体上升态势



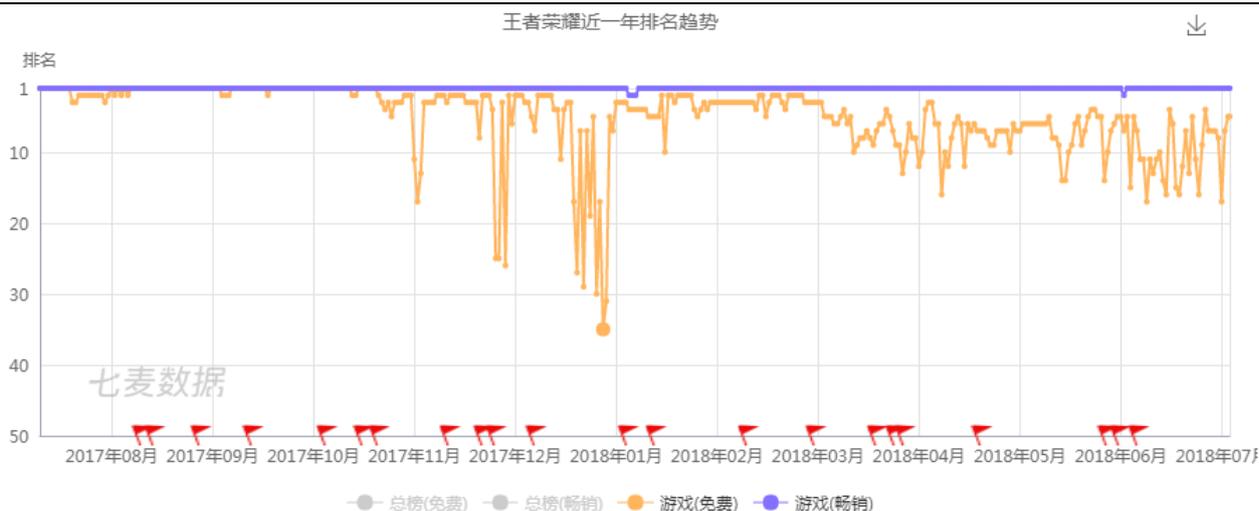
数据来源: 极光大数据, 广发证券发展研究中心

图 27: 《王者荣耀》18Q1 月活用户维持稳定



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 28: 《王者荣耀》近 1 年来维持 iOS 中国畅销榜首位



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图 29: 18Q1 手游中国 IOS 排行榜, 收入榜腾讯占 5 款, 下载榜占 6 款

收入TOP10				下载量TOP10			
1		王者荣耀	-	1		绝地求生:刺激战场	NEW
2		QQ飞车	▲	2		QQ飞车	▲
3		梦幻西游	▼	3		王者荣耀	▼
4		奇迹:觉醒	NEW	4		旅行青蛙	▲
5		楚留香	NEW	5		绝地求生 全军出击	NEW
6		大话西游	▼	6		荒野行动	▼
7		倩女幽魂	▼	7		欢乐斗地主	▼
8		Fate/Grand Order	▲	8		腾讯欢乐麻将全集	-
9		乱世王者	▼	9		开心消消乐	▼
10		穿越火线:枪战王者	▲	10		恋与制作人	▲

数据来源: SensorTower, 广发证券发展研究中心

图 30: 腾讯位居全球手游公司收入榜首

公司排行榜				收入排行			
#	下载排行	总部	应用	#	收入排行	总部	应用
1		=	82	1		=	628
2		▲18	10	2		=	342
3		=	454	3		▲1	163
4		▼2	628	4		▼1	82
5		▼1	200	5		=	323
6		▲5	892	6		=	27
7		=	57	7		▲2	1,264
8		▲14	24	8		▼1	8
9		▼4	154	9		▼1	41
10		▼4	584	10		=	43

数据来源: AppAnnie, 广发证券发展研究中心

备注: 中国公司仅包含iOS收入。

图 31: 微信/手 Q 每季度上线 5~8 款新游 (2016 年以来上线新游梳理)

16Q1 (7款)	16Q2 (7款)	16Q3 (5款)	16Q4 (6款)	17Q1 (8款)	17Q2 (5款)	17Q3 (7款)	17Q4 (5款)	18Q1 (8款)
QQ Bridge 天天桥牌	Army Chess 天天军棋	8ball Pool 台球大师	The Investiture Of The 封神英雄传	FreeStyle Basketball 街头篮球	DDTank Mobile 弹弹堂	Happy Ball 欢乐球吃球	Glorious Mission 光荣使命	MU Awakening 奇迹 MU: 觉醒
Naruto Mobile 火影忍者	Happy Three Cards 欢乐拼三张	Puzzle and Dragon 智龙迷城	Fantasy Zhu Xian Mobi 梦幻诛仙	The World of Legend Mobile 传奇世界	Legacy TLBB Mobile 天龙八部手游	Legend of XuanYuan Mc 轩辕传奇手游	McChuan Qi Ba Ye 传奇霸业手游	Hello Mahjong 麻将来了
Timi Run Everyday 3D 天天酷跑 3D	Infinity Blade Saga 无尽之剑命运	Asura Mobile 全民斗战神	Huanling 天天幻灵	TencentSummoner King: Cr 梦想召唤王: 水晶大冒险	Cr Hundouluo Mobile 魂斗罗:英雄归来	Dinner Werewolf 饭局狼人杀	QQ Speed Mobile QQ 飞车手机版	Fighter of the Destiny Mobile 择天记手机版
Tencent GO 腾讯围棋	ZhengTu Mobile 征途手机版	Legend of YuLong M 御龙在天	Hello Fishing 捕鱼来了	Fishing Master 捕鱼达人	Legend of Heroes 英雄战歌	Journey to the Fairyland 寻仙手机版	Tencent Guangdong M 腾讯广东麻将	Island story-Let's Boom! 全民岛主
Black Fairy Tale for Ar 天魔幻想	Ensemble Star 偶像梦幻祭	QQFive 欢乐五子棋	Galaxy Quest 星际火线	NBA Master 王牌 NBA	Heroes of Might and Ma 英雄无敌	Super NBA 最强 NBA	Guizhou Mahjong 贵州麻将	The Glory of Loong 真龙霸业
B&S Mobile 战斗吧剑灵	JX Mobile 剑侠情缘手机版		Happy Aeroplane Ches 欢乐飞行棋	Dragon Nest Mobile 龙之谷		King of chaos 乱世王者		QQ Dancers Mobile QQ 炫舞手机版
Dragon Ball Z Mobile 龙珠激斗	Carrot Fantasy 3 保卫萝卜 3			Great Voyage 全民大航海		The Heroes of Three Kingdoms 三国群英传-霸王之业		QQ Huaxia Mobile QQ 华夏手游
				The Legend of Sword and Fairy Mobile 仙剑奇侠传 online				Pop Moe 消除者联盟

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 6: 腾讯 18Q1 上线近 10 款手游,《QQ 飞车》《奇迹: 觉醒》表现靓丽, 生存类手游高下载未变

游戏名称	上线时间	游戏类型	自研/代理	游戏下载榜 最高排名	游戏畅销榜 最高排名
1 QQ 飞车	2017 年 12 月 27 日	竞速	自研	1	1
2 奇迹: 觉醒	2018 年 1 月 13 日	MMORPG	代理	2	3
3 择天记	2018 年 1 月 24 日	MMORPG	自研	7	7
4 全民岛主	2018 年 1 月 30 日	休闲社交	代理	14	111
5 绝地求生: 刺激战场	2018 年 2 月 8 日	FPS	自研	2	
6 绝地求生: 全军出击	2018 年 2 月 8 日	FPS	自研	1	
7 真龙霸业	2018 年 3 月 8 日	SLG	自研	6	10
8 QQ 炫舞	2018 年 3 月 13 日	音乐舞蹈	自研	1	2
9 QQ 华夏	2018 年 3 月 19 日	MMORPG	自研	2	10
10 消除者联盟	2018 年 3 月 26 日	消除类	自研	1	

数据来源: AppAnnie, 腾讯官方资料, 广发证券发展研究中心

图 32: 18Q2 iOS 畅销榜手游 TOP10, 腾讯维持 5~6 款占比

#	2018年4月 收入排行	#	2018年5月 收入排行	#	2018年6月 收入排行	公司
1	Honour of Kings (王者荣耀)	1	Honour of Kings (王者荣耀)	1	Honour of Kings (王者荣耀)	Tencent (腾讯)
2	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	2	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	2	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	NetEase (网易)
3	Chu Liuxiang (楚留香)	3	QQ Speed (QQ飞车)	3	Cross Gate (魔力宝贝)	Tencent (腾讯)
4	QQ Speed (QQ飞车)	4	Chu Liuxiang (楚留香)	4	My Own Swordsman (武林外传)	Perfect World (完美世界)
5	King Of Chaos (乱世王者)	5	QQ Dancer (QQ炫舞)	5	QQ Speed (QQ飞车)	Tencent (腾讯)
6	QQ Dancer (QQ炫舞)	6	King Of Chaos (乱世王者)	6	King Of Chaos (乱世王者)	Tencent (腾讯)
7	Westward Journey Online (大话西游)	7	Ghost (倩女幽魂)	7	Westward Journey Online (大话西游)	NetEase (网易)
8	Onmyoji (阴阳师)	8	Westward Journey Online (大话西游)	8	FIFA Soccer	Electronic Arts
9	MU Awakening (奇迹: 觉醒)	9	Onmyoji (阴阳师)	9	QQ Dancer (QQ炫舞)	Tencent (腾讯)
10	Ghost (倩女幽魂)	10	The Demi-Gods and Semi-Devils Mobile (天龙八部手游)	10	Chu Liuxiang (楚留香)	NetEase (网易)

数据来源: AppAnnie, 广发证券发展研究中心

**18Q1手游高增长奠定全年增长基数，收入达217亿元人民币，同比大幅增长68.2% 环比增长28.4%。** Q1上线近10款手游，《奇迹MU：觉醒》《QQ飞车手游》等新游戏带来的增量贡献显著，主要受益于季度推广活动以及发行多款新游戏如《奇迹MU：觉醒》等。18Q1《QQ飞车手游》中40%的玩家是新增玩家，手游版DAU是PC版的7倍，成功端转手，并超过端游表现。

**18Q2新游集中在5月下旬陆续上线，4-6月iOS畅销榜TOP10维持一半占比。** Q2新上线手游《我的王朝》（4月26日）、《拳皇命运》（5月16日）、《FIFA足球世界》（5月25日，上线至今保持在iOS畅销榜TOP10）、《传奇世界3D》（5月30日）、《魔力宝贝手游》（6月12日，腾讯代理、SE研发）、《云裳羽衣》（6月27日，金山研发）等。7月新上线《自由幻想》（7月3日，社交手游）。

**PUBG手游上线后积累高DAU仍未在中国商业化，海外商业化刚开始。** 用户方面，根据QuestMobile数据，腾讯2款《绝地求生》手游不去重日活用户超5千万（国内用户数），仅次于《王者荣耀》（DAU约6~8千万），超过《QQ飞车》（DAU峰值超2千万）。海外方面，5月18日PUBG公司和腾讯宣布，《PUBG Mobile》在海外移动平台的DAU超过1,000万。商业化方面，参考Epic的《堡垒之夜》和网易的《荒野行动》，《堡垒之夜》iOS手游于3月中旬上线后稳居美国等国家iOS手游畅销榜TOP3。根据SensorTower数据，《堡垒之夜》手游上线90天累计收入超过1亿美元（仅iOS端）。根据SuperData数据，《堡垒之夜》5月全球全平台（主机+手游+PC游戏）月流水3.18亿美元（约21亿人民币），收入主要来自皮肤、游戏内物品。6月13日Epic公司宣布旗下的《堡垒之夜》全平台玩家数超过1.25亿。

**储备《地下城与勇士》《天堂2》《剑网3》等精品手游大作。**

**《地下城与勇士》：**全球第2大赚钱端游IP，端游最高同时在线达500万人，拥有庞大用户基础，**2017年端游全球收入达16亿美元。**

**《天堂2：革命》：**2017年全球手游综合收入第4（根据AppAnnie）。韩国Netmarble研发，端游《天堂2》的正统移植之作，《天堂》系列一直是韩国游戏的顶尖代表，《天堂2》是端游早期的领头羊，手游在韩国上线首月即获得1.76亿美元流水。国内由腾讯独代。

**《剑网3》：**顶级仙侠游戏IP，端游运营8年收入仍保持快速增长，2017年收入约18亿元人民币，累计用户超1.63亿。2018年腾讯与金山合作打造武侠产品矩阵，将联合推出《云裳羽衣》、《剑侠情缘2：剑歌行》及《剑网3：指尖江湖》三款剑侠情缘品牌手游。

其他重点手游还包括《轩辕剑手游》《妖精的尾巴：魔导少年》《初音未来：梦幻歌姬》等经典IP手游。

表 7: 2018 年微信/手 Q 游戏项目储备

序号	游戏名称	游戏具体类型	代理/自研
1	石器时代	待定	代理
2	地下城与勇士 (2D)	角色扮演游戏	代理
3	天堂 2: 革命	待定	代理
4	轩辕剑手游	角色扮演游戏	代理
5	极品飞车 OL 手机版	竞速	代理
6	拳皇命运	格斗	代理
7	剑网 3: 指尖江湖	待定	代理
8	剑侠情缘 2	待定	代理
9	妖精的尾巴: 魔导少年	待定	自研
10	消除者联盟	休闲	自研
11	初音未来: 梦幻歌姬	待定	代理
12	FIFA 足球世界	体育	代理
13	传奇世界 3D	角色扮演	代理

数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

图 33: 《QQ 飞车》稳居 iOS 游戏畅销榜 TOP10



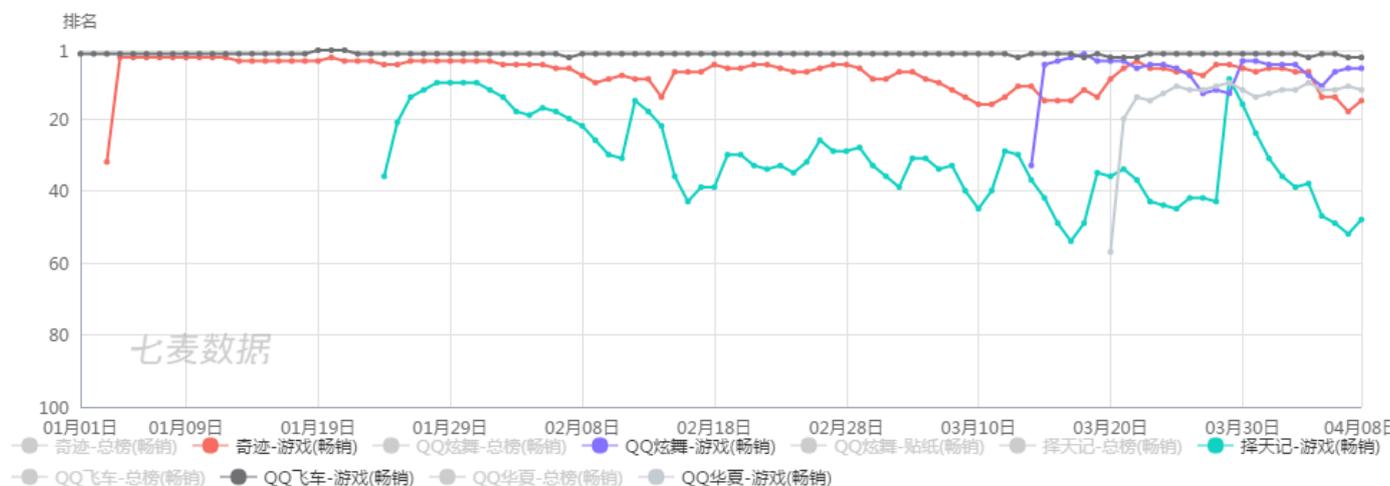
数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图 34: 《QQ 炫舞》稳居 iOS 游戏畅销榜 TOP20



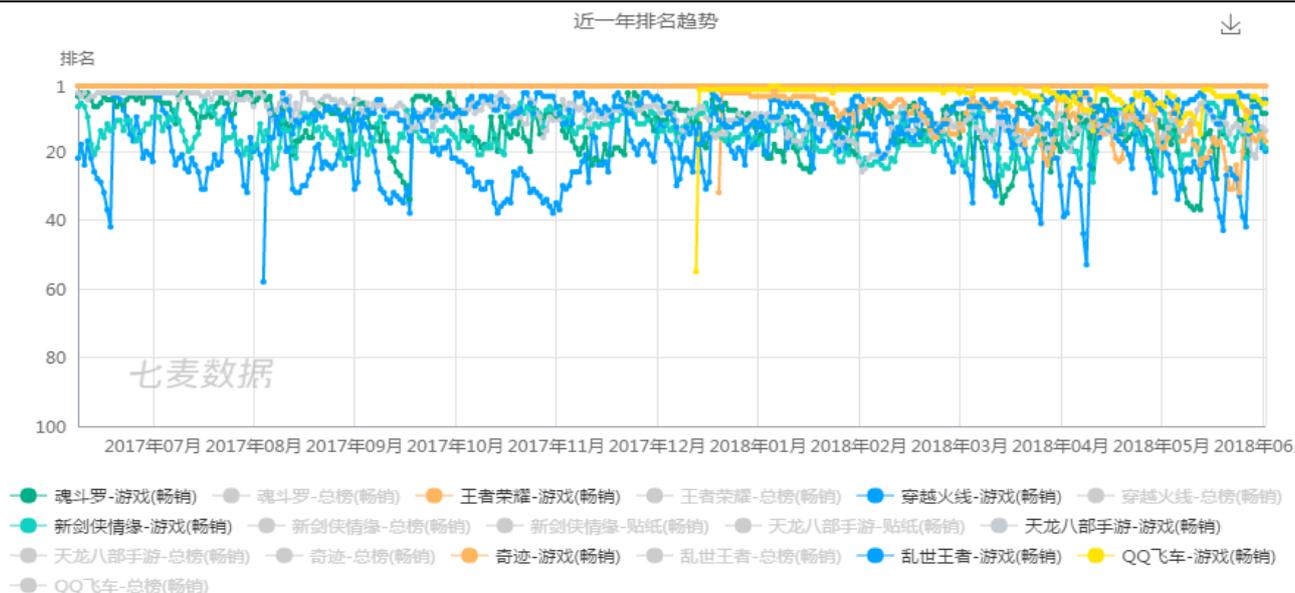
数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图 35: 18Q1 主要新上线手游表现



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心 注: 图中数据为 iOS 游戏畅销榜表现

图 36: 腾讯重点在运营手游近 1 年表现



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心 注：图中数据为iOS游戏畅销榜表现

**腾讯UP2018新文创生态大会重点发布28款新游戏，其中18款手游，6款端游，4款功能游戏。手游：9款代理+7款自研，其中13款来自IP改编，重点布局细分市场，二次元、AR收集养成、恋爱换装等。PC端游：布局细分领域、创新玩法游戏，3款沙盒类，1款体育类、1款卡牌、1款生存竞技（《堡垒之夜》）。目前腾讯WeGame已发行63款游戏，而Steam已上线超2.32万款游戏。功能游戏：注重社会功能，发布《纸牌奇缘》《坎巴拉太空计划》《肿瘤医生》《尼山萨满》等，此前2月份发布《榫卯》《折扇》《纸境奇缘》《欧氏几何》，以及一款以重新演绎中国北方少数民族传统文化为背景的游戏。**

表 8: 腾讯 UP2018 发布 16 款重点手游（9 款代理+7 款自研）

序号	游戏	研发商	类型	上线时间
1	《圣斗士星矢》	腾讯天美工作室	回合制	4月
2	《传奇世界 3D》	盛大游戏	MMORPG	5月
3	《侍魂：胧月传说》	乐道互动	动作 RPG	5月
4	《一起来捉妖》	腾讯	区块链	5月
5	《雪鹰领主》	腾讯北极光工作室	MMORPG	5月
6	《红警 OL》手游	西木工作室	策略战争 RTS	7月
7	《云裳羽衣》	西山居	恋爱换装	暑期
8	《暗黑之书》	帝释天软件	ARPG	暑期
9	《斗破苍穹：斗帝之路》	腾讯	RPG	暑期
10	《自由幻想》手游	腾讯光子工作室	MMO	预约
11	《电击文库：零境交错》	91Act 和世嘉	二次元	不详
12	《猎人》手游	蓝图	二次元 ARPG	不详
13	《云梦四时歌》	完美世界	唐风 RPG	不详
14	《完美世界》手游	完美世界	MMORPG	不详
15	《王牌捉妖师》	腾讯光子工作室	AR 收集养成	不详
16	《火影忍者 OL》手游	万代南梦宫娱乐和魔方工作室	策略	不详

数据来源：腾讯UP2018，广发证券发展研究中心  
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

## 2、端游：运营全球最赚钱3大端游

运营全球最赚钱3大端游，包括《英雄联盟》、《地下城与勇士》及《穿越火线》，同时拿到2017年及2018年最火的3大生存竞技类端游《绝地求生》、《堡垒之夜》、《生存王者》国服代理。

表 9：全球 PC 端游戏收入排行榜（亿美元）

排名	2015		2016			2017				
	游戏	收入	游戏 (免费榜)	收入	游戏 (收费榜)	收入	游戏 (免费榜)	收入	游戏 (收费榜)	收入
1	英雄联盟	16.28	英雄联盟	17.00	守望先锋	5.86	英雄联盟	21.00	绝地求生	7.14
2	穿越火线	11.10	地下城与勇士	11.00	CS:GO	2.57	地下城与勇士	16.00	守望先锋	3.82
3	地下城与勇士	10.52	穿越火线	11.00	激战	0.91	穿越火线	14.00	CS:GO	3.41
4	魔兽世界	8.14	坦克世界	4.00	我的世界	0.89	坦克世界	4.71	命运 2	2.18
5	坦克世界	4.46	DOTA2	2.60	辐射 4	0.75	DOTA2	4.06	GTA V	1.18
6	天堂 1	3.39					Roblox	3.10	战地 1	1.13
7	冒险岛	2.53					冒险岛	2.79	我的世界	0.92
8	DOTA2	2.38					炉石传说	2.17	激战 2	0.87
9	CS:GO	2.21					剑灵	1.78	神界：原罪 2	0.85
10	GTA V	2.05					FIFA Online3	1.63	彩虹六号	0.67

数据来源：Superdata，广发证券发展研究中心

表 10：2018 年腾讯 PC 游戏项目储备

游戏名称	游戏具体类型	代理/自研
火源计划	第一人称射击（FPS）	代理
兽人必须死	塔防在线战术竞技（TOBA）	代理
虚幻争霸	多人在线战术竞技（MOBA）	代理
火箭联盟	体育（sports）	代理
ACGs 百变球球	动作、射击、第三人称、街机模式	代理
足球在线	体育（sports）	代理
堡垒之夜	第一人称射击（FPS）	代理
生存王者	第一人称射击（FPS）	代理
绝地求生	第一人称射击（FPS）	代理
MMOGs 王牌对决	2D 街机游戏风格大型多人网络游戏	代理
灵山奇缘	回合制角色扮演游戏（RPG）	自研

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 11: 腾讯 UP2018 发布 6 款重点端游

	游戏	研发商	类型
1	《罗博造造》	Freejam	沙盒
2	《艾兰岛》	Bohemia Interactive	沙盒
3	《手工星球》	腾讯	沙盒
4	《NBA2KONLINE2》	Take-Two	运动
5	《堡垒之夜》	Epic Games	战术竞技
6	《万智牌：竞技场》	威世智	卡牌

数据来源：腾讯UP2018，广发证券发展研究中心

### 3、生存类游戏是行业下一个大机会，腾讯手握 3 大全球 IP

国内生存竞技类手游已上线未商业化，可能是最大变数，腾讯手握3大全球IP（《绝地求生》《堡垒之夜》《H1Z1》）。

《堡垒之夜》《荒野行动》验证生存竞技类游戏的商业化潜力，腾讯2款《绝地求生》手游拥有5千万DAU，静待商业化。《堡垒之夜》：由Epic Games研发，3月15日上线iOS手游，截至4月8日在美国等55个国家排在iOS游戏畅销榜第1，上线至今维持美国手游畅销榜TOP3。根据Sensor Tower数据，《堡垒之夜》上线90天累计收入达1亿美元（仅iOS端）。《荒野行动》：网易研发，2016年11月上线，据Sensor Tower预测，《荒野行动》于今年2月全球总收入突破2,400万美元（折合人民币1.5亿元）；在今年5月中国手游海外收入榜中，《荒野行动》排名上升至第1位，主要收入来自日本市场。《绝地求生》：腾讯于2月9日正式推出《绝地求生：刺激战场》和《绝地求生：全军出击》，2款手游在5月份分别位居iOS游戏下载榜第1和第3位，国内DAU超5千万。另外《穿越火线》也因推出生存竞技玩法而获得较大新增用户，助力收入增长。

《绝地求生》手游海外下载排名靠前。腾讯于3月中旬发布《刺激战场》海外版本《PUBG Mobile》，截至6月初海外DAU超1千万。截至4月3日，《PUBG Mobile》共计在120个国家/地区的iOS免费游戏下载榜中夺得第1，并获得89个国家/地区的全品类下载榜第1，目前仍维持9个国家/地区的排名首位，90多个国家排前10。

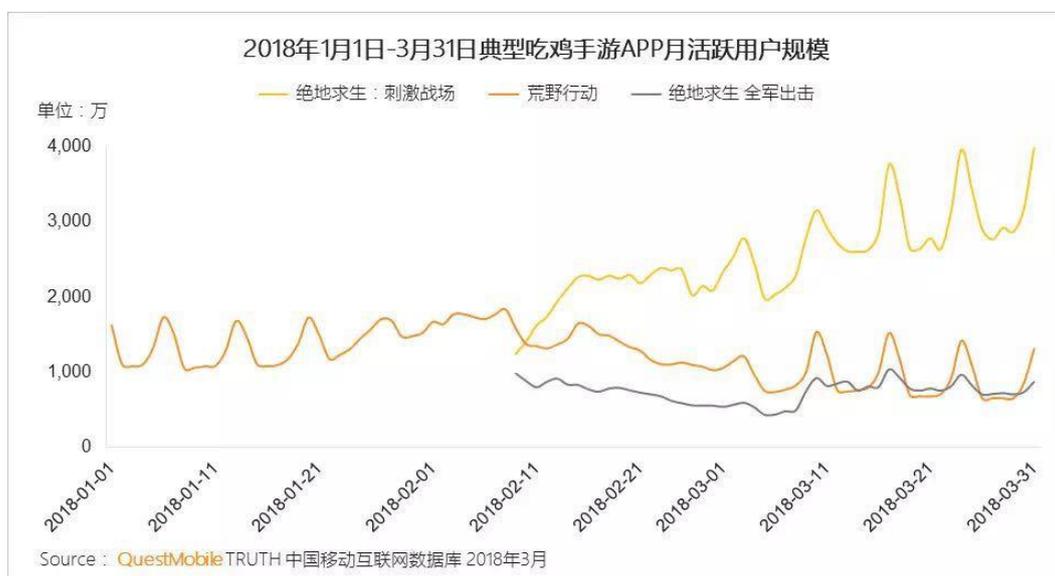
腾讯手握3大生存竞技类端游IP，包含《绝地求生》《堡垒之夜》《H1Z1》。《堡垒之夜》研发商Epic为腾讯子公司，腾讯于2012年投资3.3亿美元占股48.4%。根据中国文化市场网公示结果显示，腾讯代理的《堡垒之夜》端游国服版已通过文化部审批，游戏版号正在推进中，于7月24日开启限量测试。

表 12: 生存类手游高居下载榜前列，海外商业化提速

研发商	游戏名称	上线时间	全球 iOS 手游收入榜排名			全球 iOS 手游下载榜排名		
			1月	2月	3月	1月	2月	3月
腾讯	绝地求生：刺激战场	2018年2月8日国内，3月19日海外				1	1	
	绝地求生：全军出击	2018年2月8日				2	9	
网易	荒野行动	2017年11月3日国内，11月14日海外	10	8	4	8	10	
	终结者2：审判日	2017年11月4日国内，11月14日海外				5	3	6
Epic	堡垒之夜	2018年3月15日						2

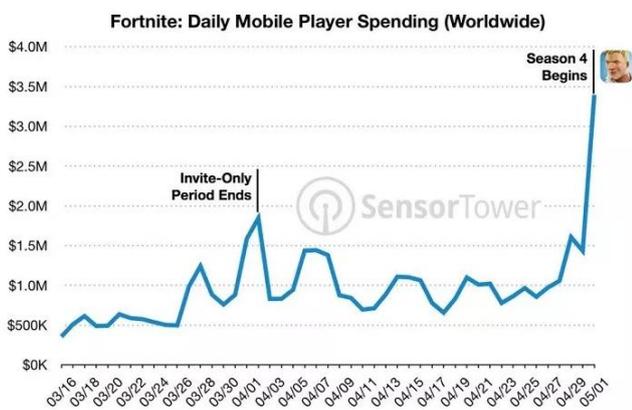
数据来源：AppAnnie，七麦数据，广发证券发展研究中心

图 37: 2018Q1 腾讯 2 款生存类手游不去重 DAU 突破 5 千万



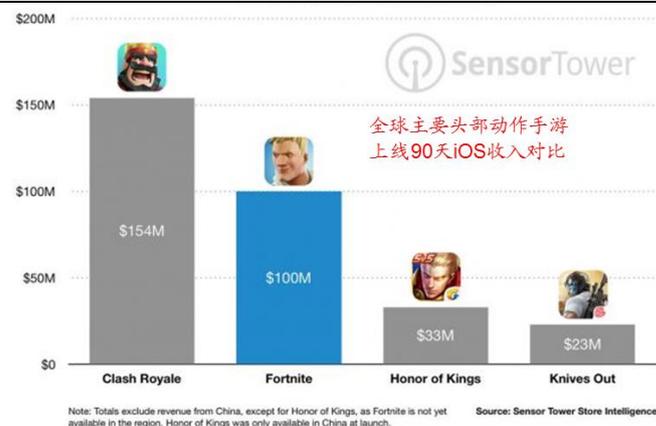
数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

图 38: 《堡垒之夜》手游日流水变化趋势



数据来源：SensorTower，广发证券发展研究中心

图 39: 《堡垒之夜》上线 90 天累计流水达 1 亿美元



数据来源：SensorTower，广发证券发展研究中心

图 40: 《PUBG Mobile》最高下载排名: 在 100 多个国家 IOS 下载榜上登顶

国家/地区的# — 排名达1	所有类别	游戏	Action (Games)	Strategy (Games)
国家/地区的# — 排名达1	89	120	127	128
国家/地区的# — 排名达5	112	135	137	142
国家/地区的# — 排名达10	119	137	144	149
国家/地区的# — 排名达100	142	151	151	151
国家/地区的# — 排名达500	151	151	151	151
国家/地区的# — 排名达1000	151	151	151	151

数据来源: AppAnnie, 广发证券发展研究中心

#### 4、继续在全球范围拿顶级 IP

获得碧最成功游戏的PC和移动中国代理权。腾讯投资育碧获其5%股权，并达成协议，腾讯将负责育碧几款最成功的游戏在中国PC和移动市场的操作、发布和推介。育碧代表IP包括《雷曼》、《刺客信条》系列、《波斯王子》、《细胞分裂》、《彩虹六号》系列、《看门狗》系列等。

#### 5、WeGame: 对标 Steam, 创新游戏发掘平台

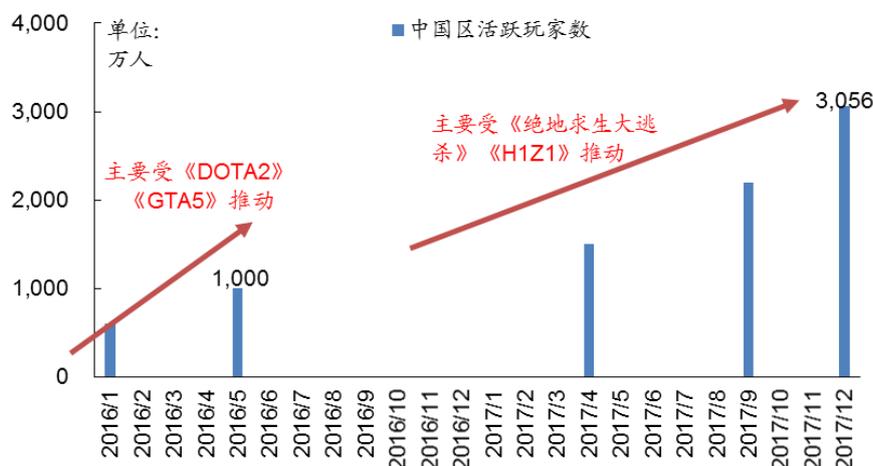
中国已成为Steam第2大市场。Steam平台截至2017年底拥有2.91亿账户，其中中国活跃玩家3,056万（占11%），用户数和下载量均仅次于美国，每中国玩家拥有12.67款游戏，下载量最高的游戏包括《绝地求生》、《Dota2》、《CS: GO》、《H1Z1》等。

头部精品游戏推动Steam用户和收入快速增长。Steam平台2017年新增6,300万账户，用户上涨很大一部分原因是《绝地求生》中国玩家的推动。目前平台游戏数量有2.14万款，1/3是2017年发布的，收入榜Top 100占据Steam总收入50%。在2018年的游戏开发者大会上SteamSpy创始人透露，2017年Steam销售收入43亿美元。《绝地求生》2017年在Steam平台的销量接近2,800万套，收入超过6亿美元，占Steam平台总收入的14%，而Valve自家的《CSGO》排名第2，销量为1250万套，收入1.2亿美元。

中国购买力提升，玩家寻找全球精品游戏，腾讯通过WeGame平台将更好地连接中国玩家和全球优秀游戏。根据UP2017腾讯互娱发布会公布的数据，WeGame拥有2亿注册用户和超过3,000万日活用户，是国内用户规模最大，接入大型游戏产品最多的游戏发行平台。

WeGame加大对研发商扶持。腾讯推出“翼计划”的开发者扶持计划，包括37分成（开发者7）、大数据分析、免费玩家社区等。相比Steam，WeGame仍处于积累精品游戏和人气时期，不过优势是对中国本土市场的了解，以及与全球优秀开发商合作的加强。

图 41: 头部精品游戏推动 Steam 中国用户数增长



数据来源: SteamSpy, 广发证券发展研究中心

表 13: Steam: 收入、用户及游戏数量

	2016	2017
销售收入 (亿美元)	35	43
同比增长		22.9%
账户数 (亿人)	2.3	2.9
同比增长		27.6%
游戏数 (万款)	1.4	2.1
同比增长		56.1%

数据来源: SteamSpy, 广发证券发展研究中心

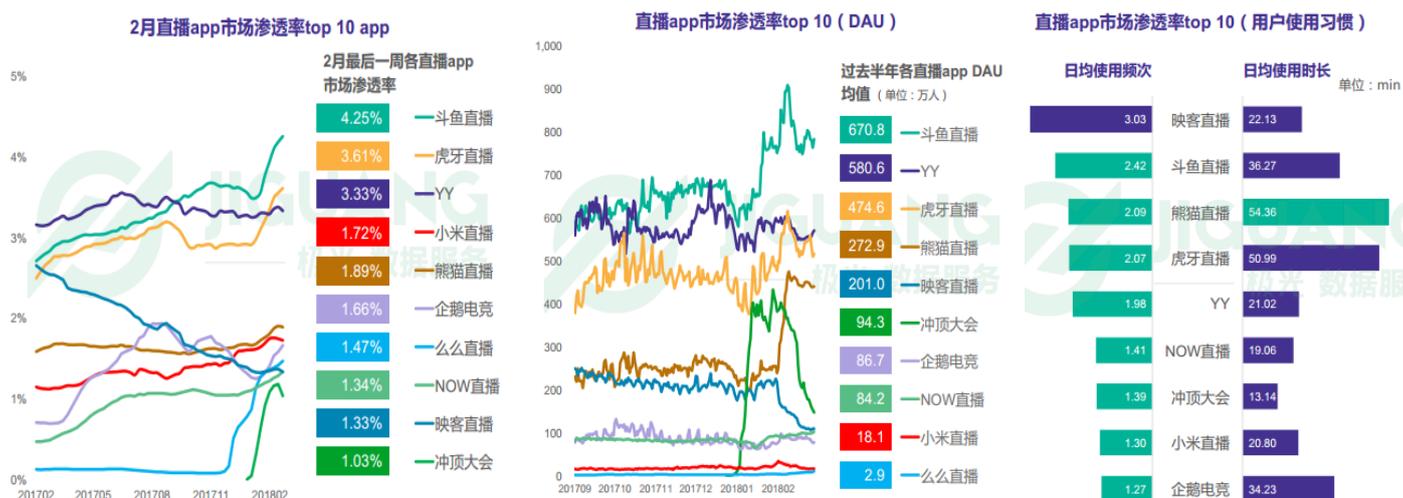
## 6、电竞: 延伸游戏边界, 手握头部 IP+头部渠道

根据企鹅智库发布的《2018年中国电竞运动行业发展报告》显示, 2018年中国电竞用户数将过3亿, 市场规模约84.8亿元人民币。

前10大电竞直播平台腾讯系占一半。腾讯旗下电竞平台布局: 虎牙 (第2大股东, 仅次于欢聚时代)、斗鱼、企鹅电竞、NOW直播、龙珠直播, 另外还持有B站4.38%的股权。根据极光大数据发布的《2018年3月直播app行业研究报告》, 斗鱼市场渗透率为4.25%, 虎牙渗透率为3.61%。

占据头部电竞游戏领先市场份额, 覆盖MOBA、FPS、SLG等主流电竞游戏。MOBA: 手游《王者荣耀》、PC游戏《英雄联盟》。FPS: 手游《绝地求生: 刺激战场》《绝地求生: 全军出击》《穿越火线》《光荣使命》; PC游戏《绝地求生》《堡垒之夜》《无限法则》。SLG: 《皇室战争》等。

图 42: TOP10 直播平台渗透率和 DAU



数据来源: 极光大数据, 广发证券发展研究中心

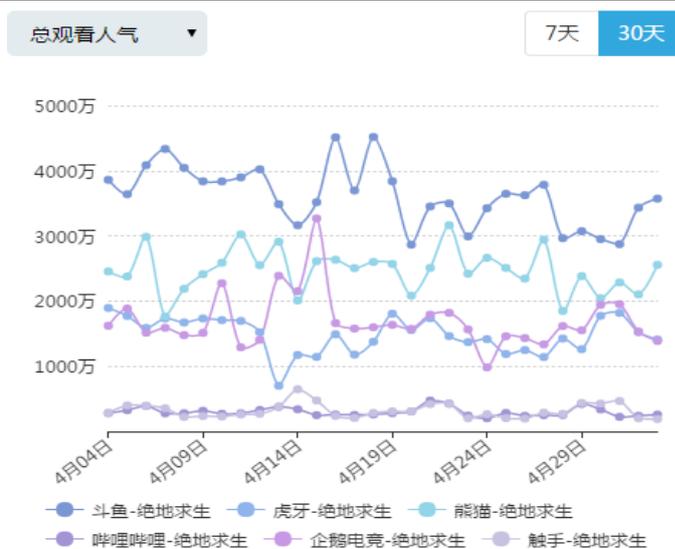
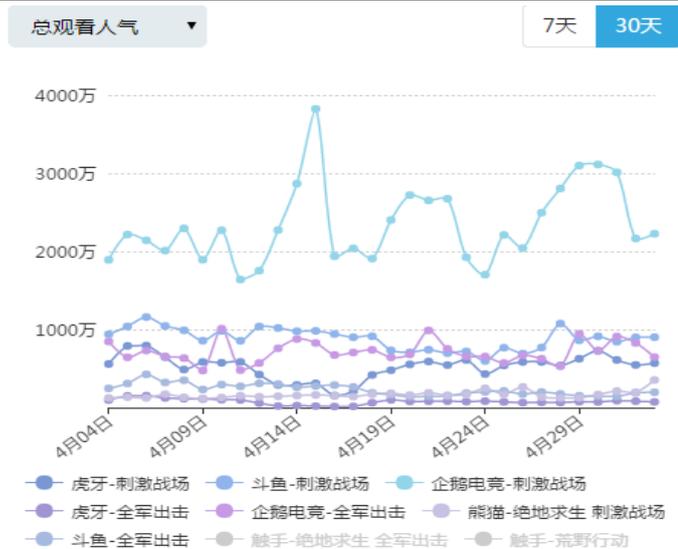
图 43: 直播平台开播数排名

排名	平台	开播数	30日总观看人气	日均活跃主播	新增主播
1	虎牙	2985030	24.1亿	6.4万	14.6万
2	斗鱼	1626444	71.6亿	3.9万	8.5万
3	企鹅电竞	1045963	49.5亿	2.2万	3万
4	哔哩哔哩	1015511	5.9亿	2.3万	2.6万
5	触手	966874	11.7亿	1.8万	1.4万
6	now直播	697116	3271.4万	1.4万	1.9万
7	YY直播	560551	21.3亿	1.2万	3.9千
8	熊猫	555907	16.8亿	1.2万	1.5万
9	网易cc	219904	42.4亿	5千	3.3千
10	映客	202379	13.9亿	5.3千	7.4万

数据来源: 直播观察网, 广发证券发展研究中心 注: 数据截至7月9日

图 44: 直播平台《刺激战场》《全军出击》观看人气

图 45: 直播平台《绝地求生》观看人气

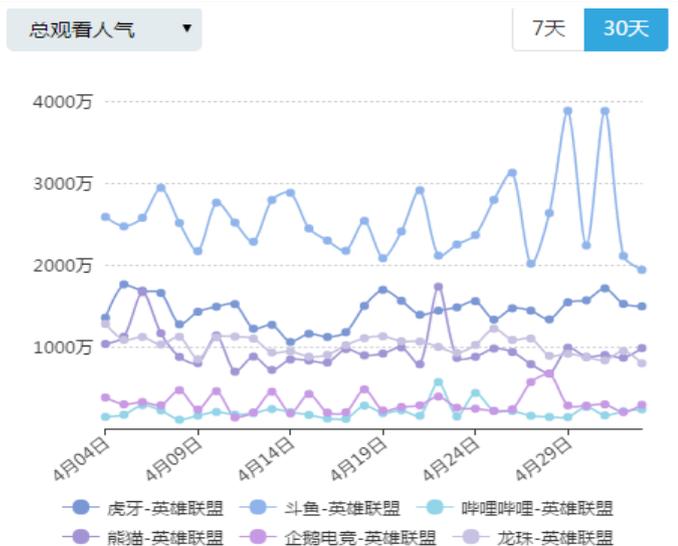


数据来源: 直播观察网, 广发证券发展研究中心

数据来源: 直播观察网, 广发证券发展研究中心

图 46: 直播平台《英雄联盟》观看人气

图 47: 直播平台《王者荣耀》观看人气



数据来源: 直播观察网, 广发证券发展研究中心

数据来源: 直播观察网, 广发证券发展研究中心

图 48: 虎牙直播平台热门游戏观看人气 (2018.5)

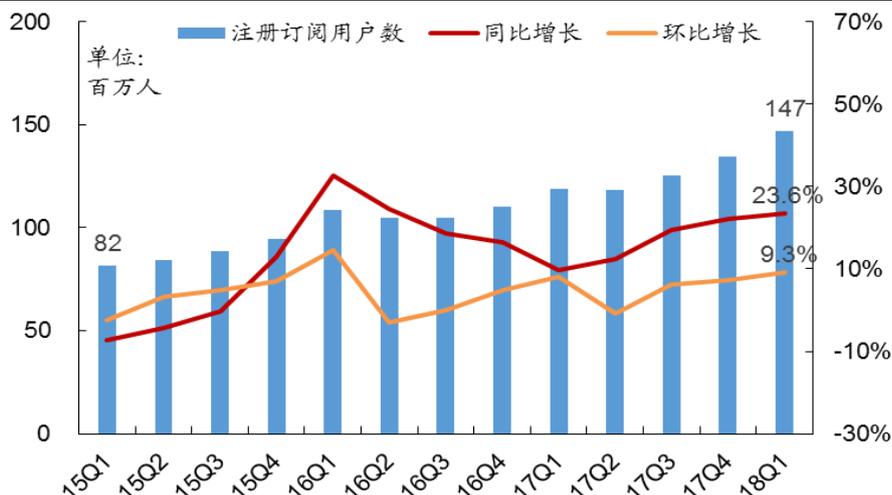


数据来源: 虎牙, 广发证券发展研究中心

## 四、社交网络：消费升级促用户付费增长

腾讯社交网络收入主要包括直播、视频及音乐等数字内容服务与虚拟道具销售的收入，包含视频、音乐、直播、QQ会员、超级会员及QQ空间订购服务。根据腾讯18Q1财报，社交网络收入同比增长47.2%，主要受益于数字内容服务（直播、视频流媒体订购及全民K歌音乐服务）与游戏内虚拟道具销售收入的增长。

图 49：腾讯注册订阅用户持续增长



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 50：腾讯各类付费增值服务

超级会员 尊享最快QQ等级...	绿钻豪华版 王者风范，畅享绿...	腾讯视频VIP 精彩影片随心看，...	飞车紫钻 跟人防踢，经验加...	微云会员 单文件最大20G，...	超级影视VIP 尊享TV云视听板...
QQ会员 QQ、游戏、生活...	黄钻贵族 精美装扮、酷炫礼...	黄钻豪华版 闪电图标、成长加...	红钻贵族 5万件QQ秀免费穿...	炫舞紫钻 跟人防踢、对局经...	洛克王国VIP 每周大礼包，专属...
全民K歌VIP 尊享专业老师教唱...	SVIP+腾讯视频 SVIP+腾讯视频会...	SVIP+QQ音乐 SVIP+QQ音乐会...	QQ阅读包月VIP 免费阅读10万包...	腾讯体育会员 畅享NBA等各赛事...	腾讯体育高级会员 畅享NBA等各赛事...
SVIP+K歌 SVIP+全民K歌身...	蓝钻贵族 各种游戏特权，价...	CF会员 经验加成、跟人防...	QQ浏览器小说VIP 免费阅读VIP库内...	豪华紫钻贵族 独享“豪华专属道...	粉钻贵族 新游戏优先体验，...
付费音乐包 尊享付费音乐下载...	DNF黑钻 疲劳上限增加、通...	蓝钻豪华版 尊享“百元大礼包”...	FIFA超级会员 畅享FIFA Online 4...	NBA2KOL会员 收益加成，购物券...	QQ堂紫钻 QQ堂VIP角色和道...

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## 1、腾讯视频：拥有优质 IP 和自制内容，订阅量持续增长

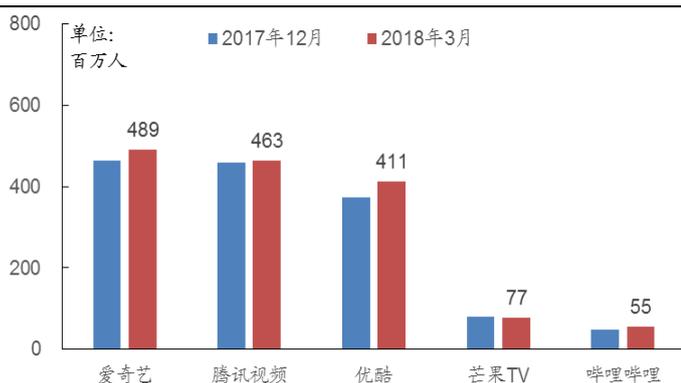
腾讯视频是腾讯旗下视频播放平台，定位中国最大在线视频媒体平台，于2011年4月正式上线运营独立域名的视频网站。腾讯视频秉承“内容为王，用户为本”的价值观，关注用户体验，为用户提供内容更丰富、体验更流畅的视频娱乐体验，拥有海量版权资源，并成立企鹅影视大力开发自制内容、优质IP等。腾讯视频为行业领先的视频媒体，同时覆盖PC客户端、移动端、电视端企鹅TV多种产品形态。

根据腾讯2018年Q1财报，腾讯视频在移动端日活账户及订购量方面巩固了其在中国业内的领先地位。移动端日活账户数及每个用户使用时长均实现同比快速增长。受自制及授权产品的优质内容所推动，移动端日均视频播放量同比增长超过60%，对自制内容的投资成功提高了腾讯视频的用户参与度，促使订购转化率及订购用户留存率上升，视频订阅收入同比增长85%。

腾讯视频在订阅用户数、移动端活跃用户数、设备总数和用户付费等方面均处于行业领先地位。用户方面：截至2017年Q4，腾讯视频移动端日均活跃用户数达到1.37亿。根据艾瑞mVideoTracker数据显示，2018年1月，腾讯视频月总播放设备量达7.9亿台，位居国内第1。用户付费方面：截止2018年2月28日，腾讯视频付费会员数达到6,259万。根据App Annie数据显示，2017年中国区iOS畅销榜中，腾讯视频排名第6，其中Q4中国区iOS畅销榜中，腾讯视频排名第3，仅次于《王者荣耀》和《梦幻西游》，居视频领域首位。在内容覆盖度方面：根据视频新媒体数据监测机构Vlinkage数据显示，2017年国内全网热播TOP20电视剧中，腾讯视频覆盖占比达80%，居行业第1。

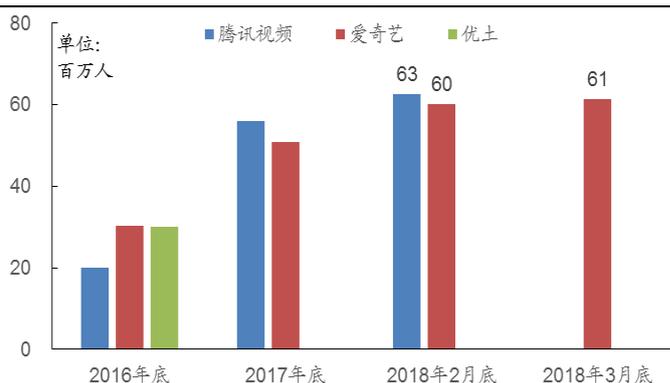
国内视频行业为三强格局，腾讯视频、爱奇艺和优酷位居国内第一阵营。腾讯视频付费用户数6,259万（2018.02）；爱奇艺用户数6,010万（2018.02）；优酷日均付费用户数在2018Q1实现超过100%的强劲增长。

图 51：在线视频 APP 月活跃用户规模 TOP5



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

图 52：第一梯队在线视频付费用户超 6 千万



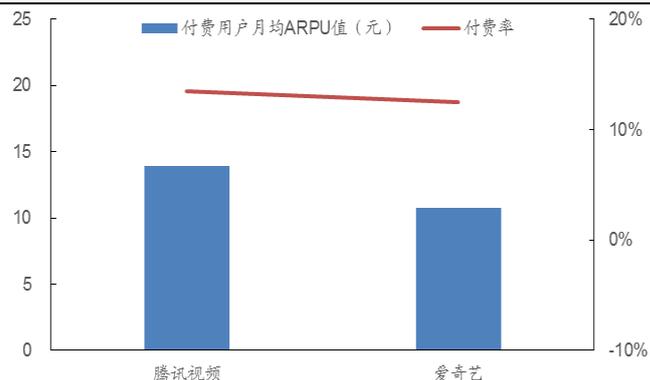
数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图 53: 会员收入与广告收入逐渐接近 1:1



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 54: 付费率约 12%~14%, 月 ARPU 值约 10~14 元



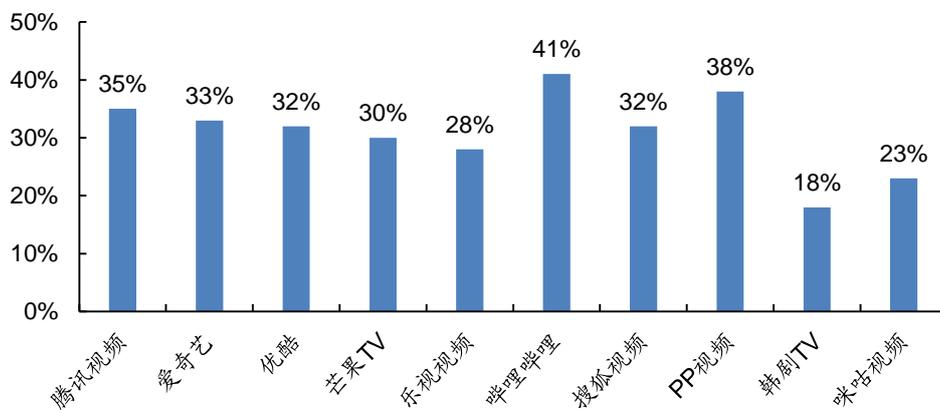
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

表 14: 腾讯视频会员分类

会员类型 (人民币)	连续包月	1 个月	3 个月	6 个月	1 年	权益
腾讯视频 VIP	15 元	20 元	58 元	108 元	198 元	超级影视 VIP 和腾讯视频 VIP 相比, 增加了电视端-云视听极光的观影特权; 腾讯视频 VIP 可在手机、电脑、Pad 端观看腾讯视频 VIP 包月付费内容。
超级影视 VIP	27 元	30 元	85 元		330 元	

数据来源: 腾讯视频官网, 广发证券发展研究中心

图 55: 在线视频 TOP10APP 月活跃用户 30 日留存率 (2017 年 11 月)



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

## 2、音乐: 版权完整, 领先优势明显

腾讯音乐娱乐集团 (TME) 是中国音乐娱乐服务领航者, 根植于 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐三大主流音乐业务, 并以音乐为核心辐射包括移动 K 歌业务全民 K 歌, 音乐直播业务酷狗直播、酷我聚星, 原创音乐人平台 5Sing、腾讯音乐人等多种社交和娱乐玩法, 围绕音乐进行泛娱乐布局, 打造完善社交娱乐生态。腾讯音乐娱乐集团拟赴美上市, 腾讯持有其 53.76% 的股权。

**财务情况:** 根据中国经营网报道, 根据腾讯音乐融资资料数据显示, 腾讯音乐 2016 年收入近人民币 (下同) 50 亿元, 净利润 6 亿元; 2017 年全年同比各项指标增长均达到 100%~200%, 营业收入超过 94 亿元, 净利润超过 18.8 亿元。融资资料中预计,

2018年营业收入将超过170亿元，净利润将达到36.5亿元。腾讯音乐收入主要来自付费音乐、K歌、娱乐直播、转授权、广告、游戏等。

**业务构成：**目前腾讯音乐主要包含音乐流媒体业务（QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐）、演艺直播（酷狗直播、酷我繁星）、音乐人社区（全民K歌、5SING、腾讯音乐人计划）以及向B端企业提供版权等业务。

**用户数：**根据QuestMobile 2018年6月数据，腾讯旗下3大核心音乐APP，酷狗音乐、QQ音乐、酷我音乐位居音乐APP用户规模TOP3，月活跃用户合计7.7亿。根据2017年11月全球合作伙伴大会上腾讯音乐集团副总裁侯德洋演讲，截止2017年11月，QQ音乐有8亿注册用户，每日新歌播放量超2亿。截至17Q4，全民K歌注册用户数4.6亿。

**内容版权：**囊括环球音乐、索尼音乐和华纳音乐三大唱片公司的全部独家版权，以及英皇、华谊、YG娱乐、杰威尔音乐等优质音乐版权资源，在国内音乐平台的版权竞争中占据领先优势。

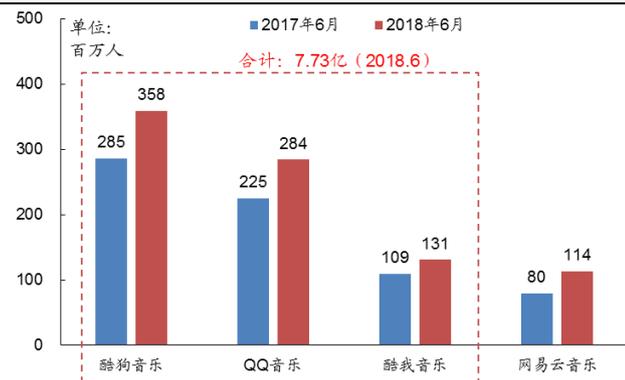
2017年12月，**Spotify与腾讯控股及腾讯音乐置换股权**。腾讯和腾讯音乐合计持有Spotify7.5%的股份及2.4%投票权，为公司第三大股东。Spotify截至18Q1月活用户数为1.7亿人，付费订阅用户数为7,500万人（超苹果音乐，其付费订阅用户数于4月初超过4千万人），Spotify目前市值超300亿美元。在国家版权局推动下，2018年2月腾讯音乐和网易云音乐达成版权合作。

图 56：腾讯音乐集团业务及核心产品



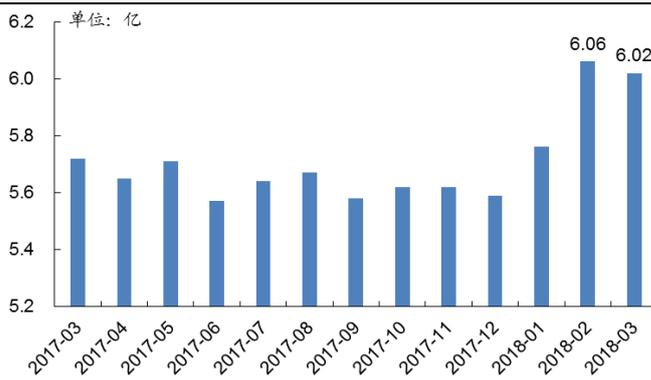
数据来源：百度百科，广发证券发展研究中心

图 57: 腾讯 3 款音乐 APP MAU 合计 7.7 亿



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 58: 在线音乐 APP 行业用户规模



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

表 15: QQ 音乐绿钻分类

类别 (人民币)	1 个月	3 个月	12 个月	权益
付费音乐包	8 元	24 元	88 元	千万付费曲库、付费歌曲下载、无损音质、免广告
绿钻豪华版	18 元	45 元	118 元	千万付费曲库、付费歌曲下载、无损音质、免广告、百变播放器、个性主题皮肤、个性弹幕、歌词海报字体、空间背景音乐、个性音乐、专享 DTS 音效、每月生活福利

数据来源:QQ 音乐官网, 广发证券发展研究中心

### 3、阅文：网文市场开拓者和生态搭建者

阅文是中国最大的正版数字阅读平台和最大的文学IP输出平台。旗下囊括QQ阅读、起点中文网、创世中文网等业界领先品牌，截至2017年底，拥有1.92亿月活、690万位作家、1,010万部作品，触达6亿用户。阅文集团于2017年11月8日在香港主板上市，腾讯持有其发行后的54.74%股权。

阅文通过旗下9大网文平台+腾讯渠道+第三方渠道，全面覆盖数字阅读用户，搭建了囊括作家、文学内容、读者、渠道、内容改编合作伙伴的完整网络文学生态体系，形成以文学内容为核心，以用户付费阅读、与作家分成，以及IP改编运营为盈利的商业模式。

**内容:** 业务核心，覆盖市场70%以上网络文学作品和50%以上热门出版书。截至2017年底拥有690万位作家，1,010万部作品，包括970万部原创作品+28万部第三方平台作品+14万部电子书，涵盖200多种题材。

**用户:** 截至2017年底，自有渠道和腾讯渠道平均月活用户为1.92亿 (YoY12.7%)，其中自有平台有0.91亿 (YoY12.5%)，腾讯渠道有1.01亿 (YoY12.9%)。平均月付费用户为1,110万名 (YoY33.7%)，付费率为5.8% (2016年为4.9%)。

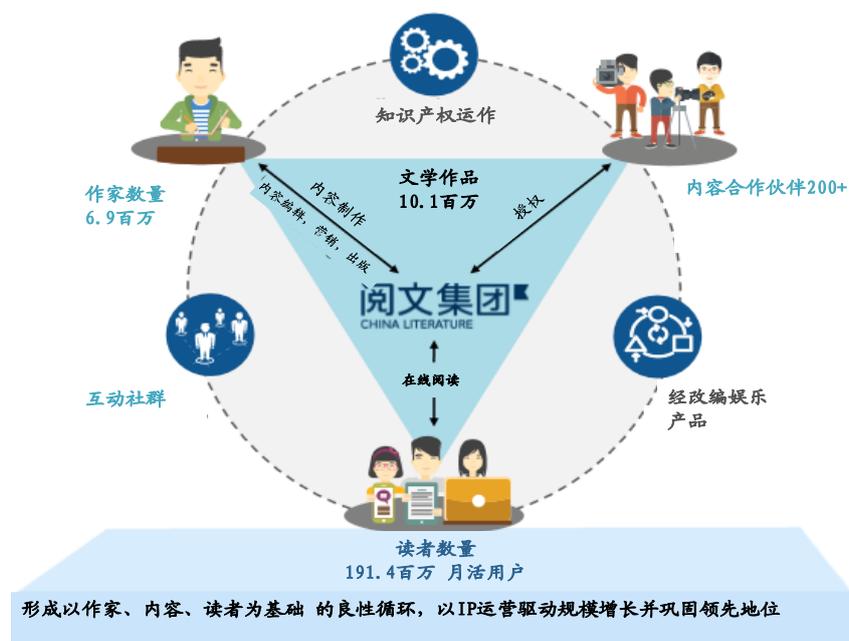
按占改编为主要国产娱乐产品的网络文学作品的份额计，阅文排名第1。2016年票房成绩最高的20部国产改编电影，份额为65%；收视率最高的20部国产改编电视剧，份额为75%；观看量最高的20部国产改编网络剧，份额为70%；累计下载量最高的20款国产改编网络游戏，份额为75%；百度搜索排名最前的20部国产改编动漫作品，份额为80%。

付费在线阅读是阅文主要收入来源，ARPU值和付费率共同驱动在线阅读收入增长。2014~2017年在线阅读收入分别为人民币4.53亿元、9.71亿元（YoY+114.3%）、19.74亿元（YoY+103.3%）、34.21亿元（YoY+73.3%），占总收入比例分别为97.2%、60.4%、77.2%、83.5%。

付费率不到6%，呈上升态势，仍有提升空间。2015~2017年付费率分别为3.2%、4.9%、5.8%，月均付费用户分别为380万、830万、1,110万名。分渠道看，阅文自有渠道用户定位更精准，且融合智能推荐，付费率相对更高，腾讯渠道除微信读书是垂直用户外，其他渠道由于内容分散，付费率较低。从行业角度看，根据 Frost & Sullivan的资料，网络文学的付费率预期由2016年的 4.1%上升至2020年的 8.3%。跨行业横向对比看，2016年在线视频、在线游戏及在线音乐等类似行业的付费率分别为 8.1%、13.6%及 4.0%。

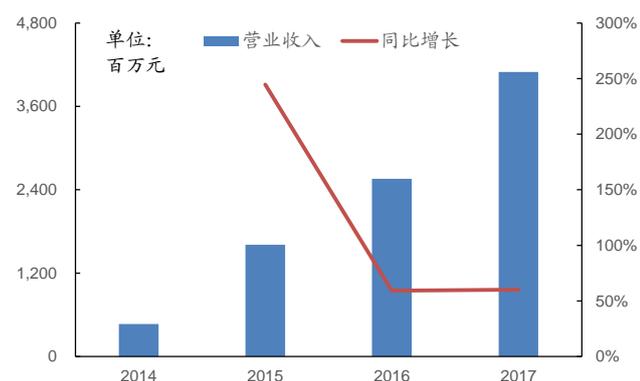
ARPU值呈提升态势。2015~2017年付费用户月均ARPU值分别人民币为17.3元、17.4元、22.3元/月，16H1~17H2的4个半年月均ARPU值分别为人民币15.2元、20.1元、20.5元、24.0元/月。

图 59: 阅文集团运作模式



数据来源：阅文集团公告，广发证券发展研究中心

图 60: 阅文 2017 年营收同比增长 60.2%



数据来源: 阅文集团公告, 广发证券发展研究中心

图 61: 阅文收入主要来自付费阅读



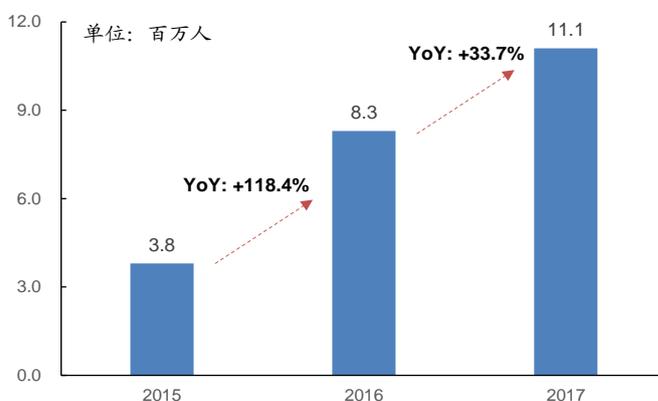
数据来源: 阅文集团公告, 广发证券发展研究中心

图 62: 阅文月活跃用户稳健增长



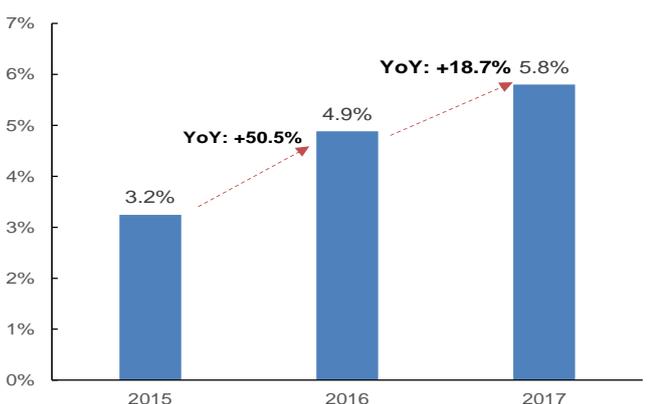
数据来源: 阅文集团公告, 广发证券发展研究中心

图 63: 月付费用户快速增长



数据来源: 阅文集团公告, 广发证券发展研究中心

图 64: 阅文付费率持续提升至 5.8%



数据来源: 阅文集团公告, 广发证券发展研究中心

图 65: 阅文付费用户月 ARPU 值为 22.3 元



数据来源: 阅文集团公告, 广发证券发展研究中心

#### 4、QQ 增值服务: 基于亿万 QQ 用户的全方位增值网络

基于即时通讯平台腾讯 QQ, 腾讯推出包括 QQ 会员、QQ 空间黄钻贵族、QQ 游戏蓝钻贵族、QQ 秀红钻贵族、QQ 宠物粉钻贵族等平台增值服务。

表 16: 腾讯 QQ 增值服务

分类 (人民币)	资费	描述	
QQ 会员	QQ 会员	10 元/月	拥有近 70 项特权, 覆盖 QQ、游戏、生活、购物等方面。
	超级会员	20 元/月	可在 QQ 会员全部特权基础上, 额外享有 10 余项超级特权。
	年费 QQ 会员	120 元/年	QQ 年费会员用户是通过网银/财付通或 Q 币/Q 点帐户一次性购买一年 (12 个月) 及以上会员业务的用户。除 QQ 会员和超级会员已有特权外, QQ 年费会员可享比 QQ 会员和超级会员多 10 项额外特权。
	年费超级会员	240 元/年	
QQ 空间黄钻贵族	黄钻贵族	10 元/月	拥有身份类、游戏类、空间装扮类等 50 多项特权。
	年费黄钻	120 元/年	可享受黄钻贵族所有特权, 以及额外的成长值和五大功能特权。
	黄钻豪华版	15 元/月	可享受“闪电图标、成长加速、抵扣券、隐身、场景装扮”等特权。
QQ 游戏蓝钻贵族	蓝钻贵族	10 元/月	享有专属头像、负分清零等 17 项 QQ 游戏大厅特权, 以及专属装备、充值优惠等游戏特权。
	年费蓝钻	120 元/年	除蓝钻贵族特权外, 还可享受成长值加速、成长值赠送等额外特权。
	豪华蓝钻	15 元/月	除蓝钻贵族特权外, 还可享受顶级加速、踢人优先等 8 大专属特权。
	超级蓝钻	50 元/月	腾讯游戏至尊 VIP, 享受最深度的游戏特权, 可享受游戏的定制特权。
QQ 秀红钻贵族	红钻贵族	10 元/月	可享受专属图表、专属物品及过期物品自动恢复等特权。
	年费红钻	120 元/年	除红钻贵族特权外, 还可享受加速升级、专属绝版 QQ 秀等特权。
	情侣红钻	5 元/月	享有点亮 QQ 图标、情侣头像等特权。
QQ 宠物粉钻贵族	粉钻贵族	10 元/月	享有尊贵身份、QQ 宠物、Q 宠大乐斗、QQ 宝贝等方面的特权服务。
	年费粉钻	120 元/年	除粉钻贵族特权外, 还可享受额外成长值。

数据来源: 腾讯官网, 广发证券发展研究中心

## 5、腾讯体育: 赛事版权丰富, 有独家优势

截止2018年5月, 腾讯体育拥有NBA、CBA、欧冠、英超、法甲、意甲等顶级赛事版权, 同时拥有NBA 2015年-2020年赛季中国区新媒体独播权, 版权优势丰富。

腾讯体育会员服务分为腾讯体育会员 (人民币30元/月) 和腾讯体育高级会员 (人民币90元/月)。腾讯体育会员和腾讯体育高级会员可享受英超直播、NFL独播、NHL独播等体育赛事, 以及视频免广告、蓝光画质和四屏共享等特权。区别为在NBA独播赛事中, 腾讯体育会员可在会员有效期内观看一支NBA球队的全部比赛, 也可利用会员有效期内每月发放的2张观赛券观看其他赛事的付费比赛; 腾讯体育高级会员可观看腾讯体育提供的所有比赛, 同时腾讯体育会员与NBA官方NBA LEAGUE PASS合作推出NBA联盟通, 可在会员有效期内观看全部NBA比赛。

## 6、游戏类增值服务：围绕多款热门游戏提供服务

表 17：游戏类增值服务

分类 (人民币)	资费	描述	
CF 会员	30 元/月	在 CF 游戏中享受经验加成、特权道具、等级成长、跨阵营发起退出等特权。	
洛克王国 VIP	10 元/月	在游戏中可享受每周大礼包、专属稀有宠物、全地图飞行、专属套装等特权。	
FIFA	FIFA 会员	10 元/月	在游戏中可享受经验加成、奖励加成等特权。
	FIFA 超级会员	30 元/月	在游戏中可享受更多经验加成、更高奖励加成及税收减少等特权。
机甲旋风 VIP	10 元/月	在游戏中可享受多种 VIP 专属功能，更有效率的战斗体验，更多的经验，更快升级，专属道具独享炫酷体验。	
精灵战记 VIP	10 元/月	在游戏中可享受每周大礼包，专属精灵/服装，战斗经验加成等特权。	
AVA 精英会员	30 元/月	在游戏中可享受 VIP 标识、红名显示、经验、游戏币额外加成、防踢、特殊踢人等众多专属特权。	
QQ 紫钻 贵族	飞车紫钻	10 元/月	可享受游戏内防踢人、游戏经验加成和道具折扣等特权。
	炫舞紫钻	20 元/月	
	音速紫钻	10 元/月	
	QQ 堂紫钻	10 元/月	
	豪华紫钻贵族	15 元/月	除紫钻贵族特权外，还可享受每日额外成长值、登录加成和消费加成等特权。
DNF 黑钻贵族	20 元/月	可享受身份特权、购物特权、下载特权、游戏内特权和专属礼包等服务。	

数据来源：腾讯官网，广发证券发展研究中心

## 五、广告：商业化提速，未来重要增长点

### 1、广告行业继续高增长，信息流+AI 升级流量分发方式

全球广告收入保持稳定增长，互联网广告仍呈现较快增长。根据EMarketer的预测，2017年全球广告支出达到6,432亿美元，同比增长6.0%。根据Zenith数据，2017年全球网络广告支出达2,050亿美元，占广告市场的31.8%，互联网广告增长得益于社交和视频展示广告的推动，如Facebook和YouTube广告。

中国网络广告，尤其是移动广告仍保持快速增长，主要受使用时长增长，以及网络视频、信息流快速增长等因素推动。根据艾瑞数据，2017年中国网络广告市场规模接近4千亿元人民币，同比增长32%，其中移动营销收入占比达70%。广告日益原生、智能化。随着原生广告不断发展，使得广告与内容之间的界限逐渐模糊，再加上AI算法不断升级使推送更加智能精准，助力社交、电商、视频、资讯广告实现高速增长。

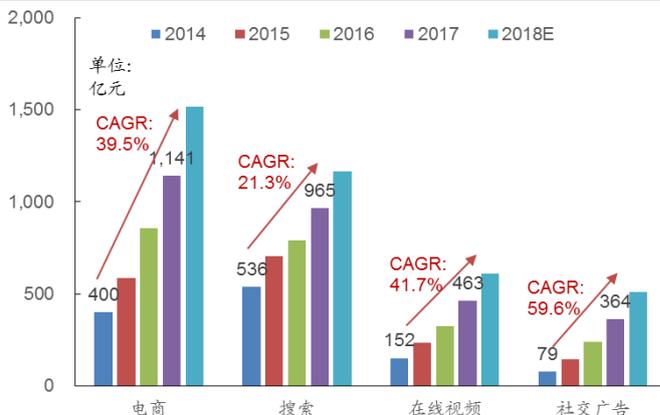
信息流广告用户体验好、精准度高，被广泛应用。2017年国内信息流广告市场规模达555亿人民币，同比增长71%，17Q3市占率达18%，预计未来几年仍将保持50%以上增长。除与社交应用、新闻应用的高契合度外，搜索（如百度）、视频平台（爱奇艺、腾讯视频、优酷等）也加强了信息流的应用。

信息流+AI升级流量分发方式，实现精准智能推荐。海外信息流广告已发展7年，仍有高增长，中国仍处于黄金发展期。海外：Facebook是信息流广告鼻祖，于2011年上线Stories，18Q1广告收入实现50%增长，单季度广告收入达118亿美元。国内：2014~2015年国内互联网公司相继试水信息流广告，今日头条于2014年1月推出信息流广告，微信朋友圈广告于2015年1月上线，发展至今社交、短视频、资讯等基于信息流广告仍有高承载空间。

图 66：中国网络广告市场增速仍在 30%以上



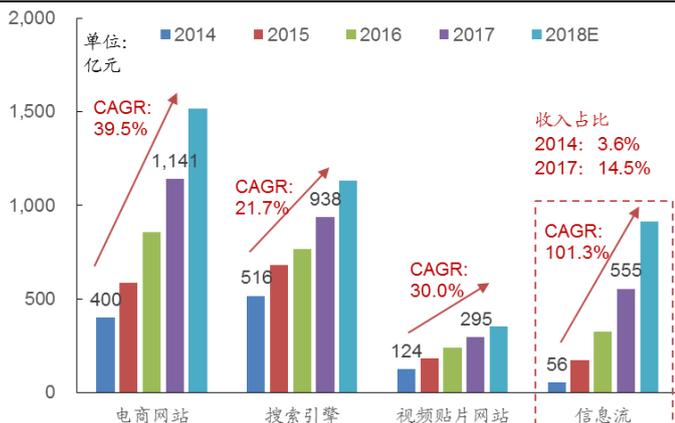
图 67：广告原生、智能化，助力中国电商、视频、社交、搜索广告保持快速增长



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图 68: 中国信息流广告迅速增长, 表现形式更多样化



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

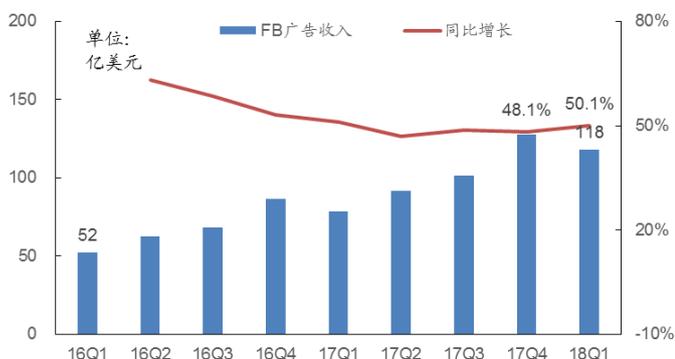
图 69: 信息流+AI 助力各媒体广告收入保持高增长

	单季度广告收入 (亿美元)	YoY	财报期
Facebook	118.0	50%	18Q1
谷歌	266.4	24%	18Q1
腾讯	17.0	55%	18Q1
百度	27.4	23%	18Q1
爱奇艺	3.4	52%	18Q1
微博	3.0	79%	18Q1

数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

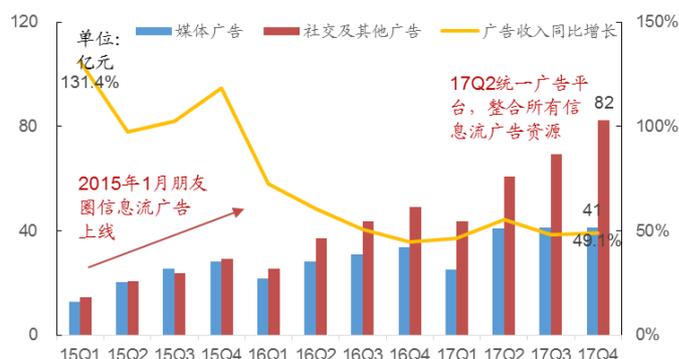
**主流媒体收入结构巨变, 信息流广告成重要增长点。**以腾讯为代表的社交信息流广告和以今日头条为代表的新闻资讯信息流广告收入持续高速增长, 信息流广告所占的比重也在逐年攀升。百度于2016年12月上线信息流广告, 17Q1即扭转广告收入增速下滑态势, 带动广告进入新一轮增长, 形成“搜索+信息流”双轮驱动的业务结构。今日头条是信息流+AI的践行者和最大受益者, 今日头条于2012年上线, 2014年上线信息流广告, 到2017年实现150亿广告收入, 2018年广告收入目标300~500亿元人民币。

图 70: Facebook: 信息流鼻祖, 持续改进推荐算法



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 71: 腾讯: 信息流广告成新增长点, 仍有较大提升



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 72: 百度: 信息流是增长点, AI 技术加持



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 73: 今日头条: 信息流+AI 践行者和最大受益者



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

## 2、微信广告提速，信息流广告仍有较大增长空间，广告毛利率有望提升

腾讯于17Q1重新对广告类型进行了分类，按广告属性分类而非广告定价模式，将网络广告业务分为媒体广告、社交及其他广告。媒体广告主要包括新闻、视频及音乐的广告位产生的收入，社交及其他广告主要包括社交平台（微信朋友圈及微信公众账号等）、应用商店、浏览器及广告联盟产生的收入。媒体广告中，视频广告收入继续强劲增长（17Q3~18Q1视频广告收入分别同比增长70%、68%、64%），新闻广告收入同比下滑（17Q3~Q4广告系统改进中未大力推广）。社交广告受益于微信、应用宝及广告联盟驱动，在总收入的占比不断提升，由15Q1的5.7%提升至17Q4的12.4%，2017年和18Q1收入增速分别为65%和69%。

图 74：网络广告快速增长，收入占比提升至 19%

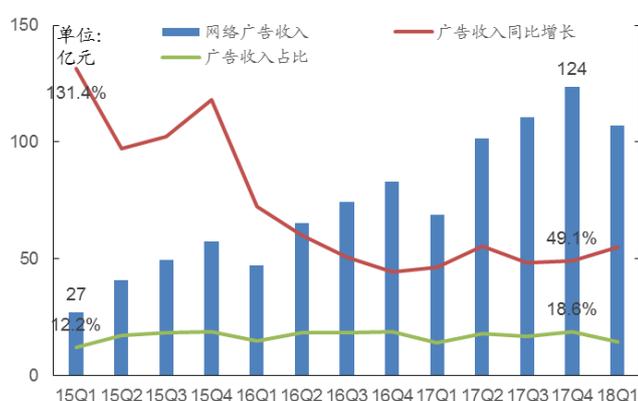
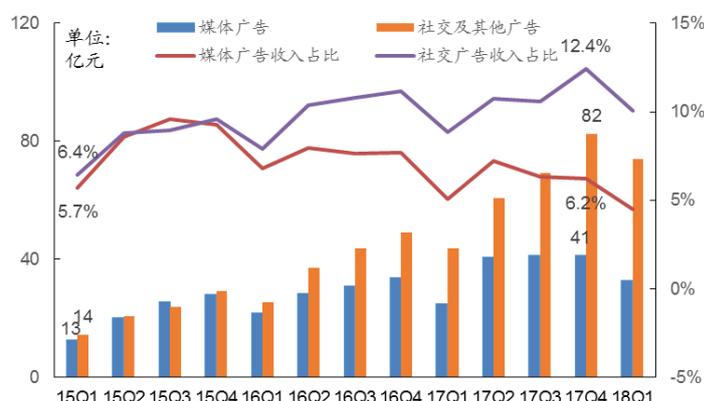


图 75：社交广告快速增长，媒体广告仍有潜力



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

相比Facebook等公司，腾讯广告仍有高增长空间。**Facebook**：市值约6,000亿美元，广告贡献98.6%的收入，18Q1以全球58亿月活用户（其中FB用户22亿）获得季度广告收入120亿美元，每活跃用户单季度广告收入为2.04美元（仅以Facebook用户计算为5.45美元）。相比较，**腾讯**：18Q1月活用户为24亿，单季度广告收入仅17亿美元，每活跃用户单季度广告收入仅为0.71美元。对比全球社交公司看，Twitter每活跃用户单季度广告收入为1.71美元，Line为1.38美元，微博为0.72美元，百度为2.48美元，均比腾讯高。另外，基于信息流+AI算法的今日头条以6大平台（覆盖资讯、短视频、小视频）实现用户和广告收入快速增长，2014年推出信息流广告，到2017年广告收入达150亿元人民币。对比看，腾讯拥有多个头部社交+资讯+视频APP，广告仍处于较低的变现状态。

表 18: 全球主要社交媒体及互联网公司广告价值对比

公司	市值 (亿美元)	18Q1 广告收入 (百万美元)	18Q1 收入 (百万美元)	广告收入/ 总收入	18Q1(广 告)毛利率	月活跃用户 (百万)	单月活用户单季 广告收入(美元)
腾讯	4,560	1,700	11,693	14.5%	31.2%	2,408	0.71
Facebook	6,077	11,795	11,966	98.6%	83.9%	5,796	2.04
微博	6,077	303	350	86.6%	82.0%	422	0.72
Twitter	196	575	665	86.5%	66.5%	336	1.71
Line	327	231	448	51.6%		168	1.38
谷歌	8,275	26,642	31,146	85.5%	56.8%		
百度	907	2,730	3,330	82.1%	52.6%	1,100	2.48

数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 1、市值截止2018年7月20日最新收盘市值; 2、除腾讯毛利率为广告业务毛利率, 其他公司均为整体毛利率。

### (1) 调整广告业务架构, 作为公司战略级业务

腾讯于2017年初调整广告业务管理架构, 将广告作为战略业务发展, 2017年完成对广告系统的整合与升级, 统一广告平台, 加快算法推荐等技术的突破。受益于腾讯内部泛娱乐媒体矩阵之间广告资源分享阻力的减小以及自媒体内容开放平台企鹅号的不断发展, 未来腾讯广告收入规模有望进一步扩大。

- **高层人事调整减小跨部门协调阻力:** 2017年3月24日, 腾讯正式宣布集团高级执行副总裁刘胜义出任腾讯广告主席、集团市场与全球品牌主席, COO任宇昕兼任OMG(网络媒体事业群)总裁, 标志着腾讯广告系统的整合与升级。与此同时, 任宇昕还是IEG(互动娱乐事业群)、SNG(社交网络事业群)、MIG(移动互联网事业群)这三个板块的直接领导, 腾讯内部各事业群广告业务间打通的阻力将减少。
- **2017年6月16日, OMG事业群进行架构和人事调整, 统一内容分发体系。** 1、以天天快报为核心成立兴趣阅读产品部, 由腾讯副总裁林松涛担任直接负责人; 2、腾讯成立内容平台部, 搭建为整个腾讯服务的内容运营分发体系, 由侯晓楠负责; 3、腾讯副总裁姚星进驻OMG, 全面负责OMG在技术层面的重构; 4、OMG媒体业务切分为前端原创和后端运营, 由陈菊红全面领导。
- **2017年9月, 广点通合并OMG旗下智汇推部门的效果广告业务, 统一广告平台为腾讯社交广告。** 将2个信息流广告投放平台广点通和智汇推合并, 社交广告和媒体广告均通过广点通系统投放。
- **此前于2015年腾讯广告也做过架构调整, 统一广告平台。** 2015年5月腾讯将原属于张小龙(微信事业群WXG)的微信广告部门和原属于社交网络事业群(SNG)的广点通并入企业发展事业群(CDG), 组建“社交与效果广告平台部”。

腾讯的整体广告架构分为媒体广告和社交及其他广告两个部分。经过调整, 腾讯社交广告(广点通)已完全拥有两大类广告的所有媒体入口, 成为公司核心广告业务, 汇集媒体广告(腾讯网、腾讯mini窗、腾讯新闻客户端、腾讯视频、天天快报、QQ音乐等)及丰富的社交及其他广告(微信广告、朋友圈广告、公众号广告、QQ广告、

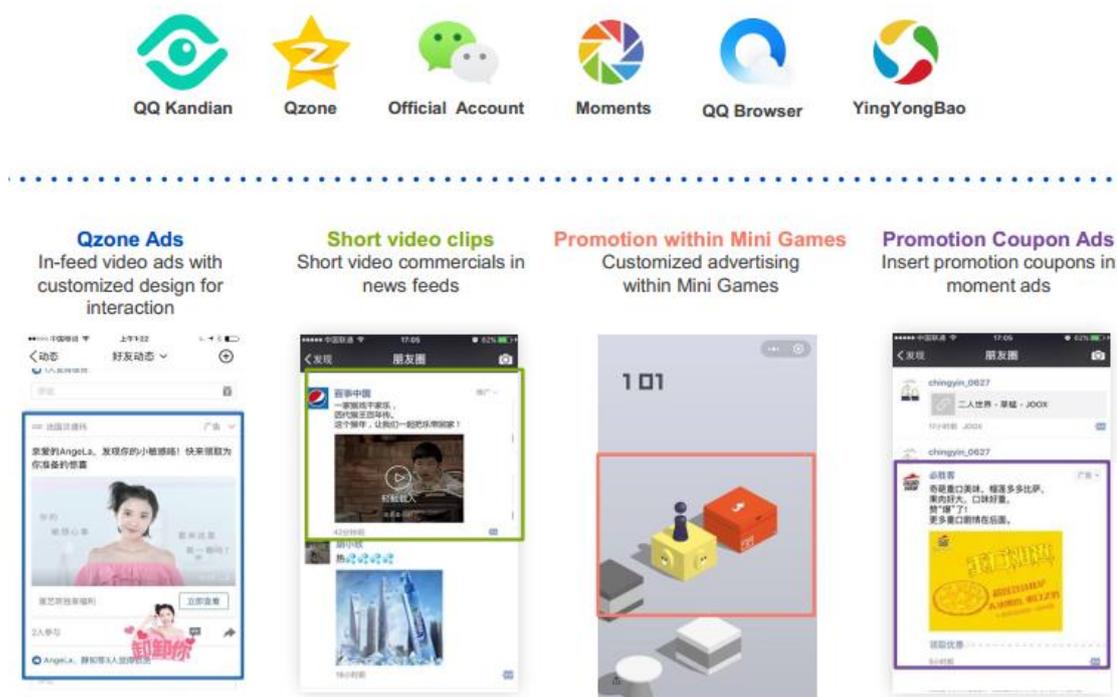
QQ空间广告等领先社交平台广告，及QQ浏览器、应用宝、第三方应用等丰富广告场景）。

图 76: 腾讯广告体系



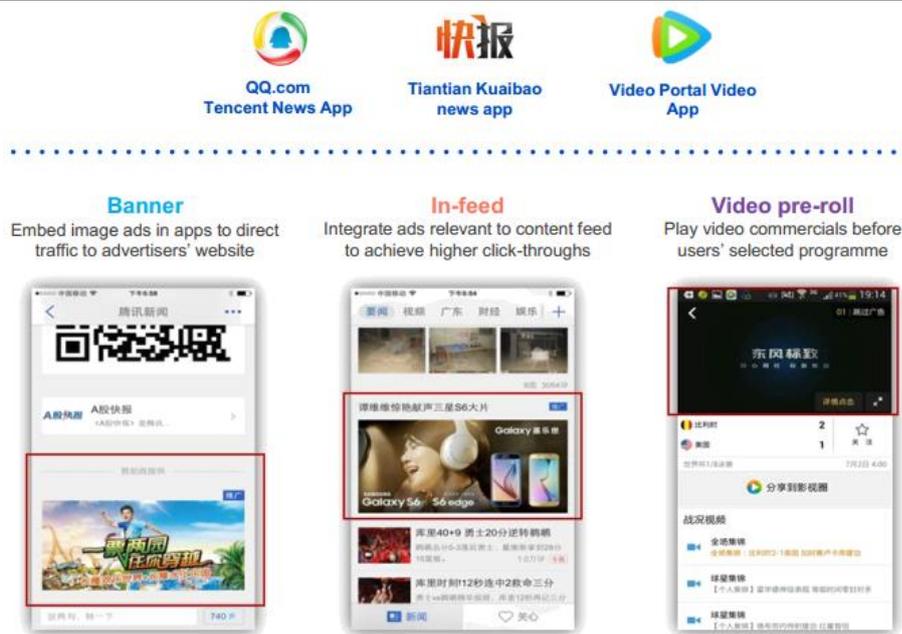
数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

图 77: 腾讯社交广告媒体及广告形式



数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

图 78: 腾讯媒体广告媒体及广告形式



数据来源: 公司官网, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 19: 腾讯可承载广告的媒体全梳理

类型	用户规模	产品定位	广告形式及广告加载情况
微信-朋友圈	月活 10.4 亿 (2018.03)	微信中的社交平台, 用户可通过朋友圈发送文字、图片, 分享文章、音乐等。	本地推广广告、原生推广页广告、小视频广告、图文广告, 支持品牌活动推广、公众号推广、移动应用推广和微信卡券推广。 从 18 年 3 月底开始, 活跃用户单日广告推送从 1 条增加到 2 条。
微信-公众号	月活 10.4 亿 (2018.03)	为媒体和个人提供的一种新的信息传播方式, 构建与读者之间更好的沟通与管理模式。	微信公众号图片广告、微信公众号图文广告, 支持品牌活动推广、公众号推广、移动应用推广和微信卡券推广。广告位包括底部广告、文中广告位。 18 年 4 月开始新增文中广告位, 同时上调高阅读活跃公众号广告分成比例。
微信-小程序	累计用户 5.64 亿 (2018.03)	小程序是一种不需要下载、安装即可使用的应用, 它实现了触手可及的梦想, 用户扫一扫或者搜一下就能打开应用, 实现用完即走的理念, 用户不用安装太多应用, 应用随处可用, 但又无须安装卸载。	小程序、小游戏内置广告。
微信-搜一搜		通过微信顶部搜索栏, 可搜索视频、朋友圈、表情、文章、小说、小程序、百科、公众号、音乐和问答等 10 个类别内容。	暂无广告

微信-看一看		基于算法的信息流推送，推送内容包括用户已关注的公众号内容、热门话题、朋友圈热点、要闻和本地资讯等。	暂无广告
QQ	月活用户 8.06 亿，智能终端月活用户 6.94 亿（2018.03）	即时通讯软件	QQ 看点信息流广告、购物号广告、QQ 天气广告、兴趣部落文章页底部信息流广告、“附近的人”广告。
QQ 看点	日活超过 8,000 万（2018.03）	QQ 内置新闻信息流服务，基于手机 QQ 海量用户和关系链搭建的内容社交平台，结合 AI 和社交关系链，实现内容和用户的精准匹配。	包括大图文和小图文两种广告形式。目前广告加载偏低，在文章底部有少量广告位。
QQ 空间	月活 5.62 亿（2018.03）	中国最大的社交网络，是 QQ 用户的网上家园，用户可以在 QQ 空间玩游戏、玩装扮、上传照片、写说说及写日志等。	品牌页卡广告、视频故事广告、随心互动广告、全景交互广告、多图轮播广告、图文广告、本地广告、视频广告、随播图文广告、个人中心广告位、好友动态信息流广告。
QQ 浏览器	平均月活用户数超过 3 亿	浏览器	信息流广告、文章页底部广告、浮层视频广告、搜索直达广告、视频暂停大图、视频通栏 banner
应用宝	国内用户覆盖率第 1 的安卓应用商店	手机应用获取平台，提供手机管理服务。	应用宝 7.0 视频卡片、应用宝 7.0 左图右文卡片、应用宝 7.0 三图卡片、应用宝 7.0 星标内容卡片、应用宝 7.0LBS 信息卡片、文字链广告。
腾讯联盟广告	月覆盖用户 5 亿	是基于腾讯联盟生态体系，依托广点通技术，在腾讯联盟流量上展示的广告。	原生广告、开屏广告、插屏广告、横幅广告、
腾讯新闻	月活用户超过 2.6 亿（2018.05）	7*24 小时、全方位、及时报道的新闻产品，为用户提供高效、优质的资讯服务。	单图文广告、三小图广告、通栏大图广告，支持网页推广、移动应用推广、电商推广。目前每 6~8 条资讯中插入 1 条广告。
腾讯视频	月活用户约 5 亿	定位于中国最大在线视频媒体平台，秉承“内容为王，用户为本”的价值观，关注用户体验，为用户提供内容更丰富、体验更流畅的视频娱乐体验。	贴片广告、植入广告为主。
天天快报	月活用户约 5 千万（2018.05）	一款基于腾讯“大内容”生态的兴趣阅读产品，致力于通过人工智能算法为用户推荐感兴趣的内容。	单图文广告、三小图广告、支持网页推广和移动应用推广。目前广告加载偏低。

资料来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

## (2) 微信广告正处于商业价值释放期

微信广告目前包括朋友圈广告、公众号广告和小程序广告。微信广告可进行品牌活动、公众号、应用下载、微信卡券、本地推广。

**微信朋友圈广告**是以类似朋友的原创内容形式在用户朋友圈进行展示的原生广告。朋友圈广告通过优质用户流量和大数据分析，针对用户不同属性和兴趣智能推送不同广告，同时利用好友参与广告互动提升广告信任感。**朋友圈广告形式**：包括图文广告、视频广告、基础式卡片广告（内测）、选择式卡片广告（内测）、投票式卡片广告（内测）等，点击后可跳转模板详情页、公众号图文消息或自定义的H5页面。

**微信公众号广告**目前有底部广告、视频贴片广告、互选广告和文中广告四种形式。粉丝数超过5千个的公众号可申请成为腾讯广告流量主，可自愿将公众号内指定位置分享给广告主作广告展示，按月获得广告收入（腾讯与公众号运营者3:7分成），也可选择关闭流量主广告。

**底部广告**：由公众号运营商与腾讯签订协议同意开通，广告商向腾讯购买广告，由腾讯负责广告内容的接入、审核及运营管理，广告展示于微信公众号文章底部，最终公众号运营商从腾讯获得广告推广服务收入。

**互选广告**：呈现在公众号文章内，由广告主和流量主通过微信广告平台双向互选、自由达成广告合作。根据与流量主的合作深度，广告主选择包括“广告推荐”和“内容定制”两种模式。在“广告推荐”模式下，流量主仅需要在文章末尾（底部广告之上位置）植入广告卡片，并加入适当的文案引导。在“内容定制”模式下，流量主为广告主提供文章主题、内容的深度定制服务。公众号运营商从腾讯获得广告推广服务收入。

**微信经过多年运营已具备深厚广告价值基础，正处于广告价值释放期。**微信目前月活超10亿，拥有超2千万公众号，活跃账号350万个，公众号文章日均PV超30亿次。微信从2015年1月开放朋友圈信息流广告，以不影响用户体验为前提，逐步增加广告投放频率和广告主类型，从目前单用户广告投放次数看，腾讯对微信广告投放仍比较克制。2017Q4腾讯在若干一线城市增加了微信朋友圈的广告投放量，并降低了微信公众账号广告的流量门槛，头部广告主及长尾广告主进一步扩张。2017Q4社交广告收入为82.40亿元人民币，同比增长68.0%，环比增长19.1%，占公司总收入的12.4%。

**微信广告今年明显提速，广告位增加。**从3月底开始，朋友圈广告对活跃用户单日广告推送从1条增加到2次（后续可能还会增加人群广度），4月开始公众号文章增加文中广告、以及底部广告位增加，小程序广告开放（目前对广告主仍有限制，以品牌活动和本地推广为主）。对比Facebook，微信朋友圈广告加载率偏低。Facebook广告加载率大概为20%（每4~5条信息流中插入一条广告）。

**小程序广告**：目前小程序广告主要通过展示类形式导流，增加广告位，同时增加广告主，逐步开放广告。小程序于2017年1月上线，后又于2017年12月28日推出小游戏，借助兼具趣味性和黏性的小游戏，推动小程序迅速普及，根据微信公开课，截至18年1月小程序数量达到58万个，截至6月底小程序已超100万个；截至3月月活用户超4亿（数据来自Questmobile）。小程序可申请成为流量主，通过广告变现，申请门槛为累计独立访问用户（UV）超1,000且无严重违规记录。从小游戏“跳一跳”入手：2018年3月耐克购买了在“跳一跳”基座展示品牌Logo三天的广告。

**小程序作为流量主的广告形式及收费方式：**目前小程序广告分为小程序页面及底部广告（CPM/CPC收费）以及小游戏广告（CPT按时间包断收费）。根据微信官方跳一跳招商内测文档，按照CPT进行售卖并分为3档，500万/1天，1,000万/2天和2,000万/5天，不承诺独占。

**小程序作为广告主的主要广告形式：**公众号底部广告、朋友圈广告、公众号文中广告、小程序广告。目前小程序广告微信入口开放包括服饰类、日化类、网络服务类、个人用品类等16个类目。

表 20: 微信广告收费方式及收费标准

广告类型	展示方式	收费方式	收费标准
朋友圈广告	通过朋友圈信息流，以视频、音频、卡片方式展现	CPM，可排期购买或竞价购买	根据城市、展示形式等因素价格不同，排期购买价格在人民币（下同）50元~180元之间浮动，单次投放总预算5万元起；竞价购买在30~300元之间浮动，每日预算人民币1,000元起。
	公众号底部广告	竞价购买：CPC；排期购买：CPM	竞价购买CPC最低0.5元；排期购买核心城市CPM 35元，重点城市30元，普通城市25元。
公众号广告	公众号文中广告	竞价购买按CPC方式收费	CPC最低0.5元
	视频贴片广告	CPM，可排期购买或竞价购买	竞价购买最低10元/CPM，每日预算需大于200元；排期购买CPM核心城市25元，重点城市20元，普通城市15元。
	互选广告	公众号互选广告按文章收费，文章价格由流量主自主决定。	
小程序广告	小程序广告	竞价购买按CPC方式收费	最低0.5元/点击
	小游戏广告	CPT（按时间收费）	官方招商决定价格

数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

表 21: 微信朋友圈广告 CPM 收费标准

投放区域	排期购买（人民币）		竞价购买（人民币）
	图文广告	视频广告	图文/视频广告
核心城市	150元	180元	100~300元
重点城市	100元	120元	60~200元
普通城市	50元	100元	30~200元

排期广告单次投放预算最低5万元，另外根据是否定向会有一定上浮

资料来源：腾讯社交广告官网，广发证券发展研究中心

注：核心城市：北京和上海；20个重点城市：广州、成都、深圳、杭州、武汉、苏州、重庆、南京、天津、西安、沈阳、长沙、青岛、宁波、郑州、大连、厦门、济南、哈尔滨、福州

图 79: 小程序支持的广告

类型	落地	展示形式	价值	广告模式	投放机制	费用
「跳一跳」广告	小游戏	「跳一跳」基座	品牌曝光	CPD (按天收费)	官方招商	500 万/天
公众号底部广告	公众号文章底部	图片 视频 公众号关注页	品牌曝光 公众号涨粉	CPC (按点击收费) CPM (按千次曝光收费) 互选广告	广点通	最低 15 元/千次曝光
公众号文中广告	公众号文章中中部	小程序	商品销售	CPC (按点击收费) CPM (按千次曝光收费)	广点通	最低 0.5 元/点击
朋友圈广告	朋友圈信息流	图片 视频 投票	品牌曝光 商品销售	CPM (按千次曝光收费) 本地门店服务 竞价排名	广点通	最低 50 元/千次曝光
小程序广告	小程序页面内	图片	品牌曝光 商品销售	CPC (按点击收费)	广点通	最低 0.5 元/点击

数据来源: 知晓程序公众号, 广发证券发展研究中心

### (3) 微信潜在广告模式: 搜索广告

随着微信承载的信息量不断增加, 搜索将是用户主动连接人、连接信息、连接物的重要方式, 这也是至今未能跟移动互联网很好结合的一块领域。微信承载的持续扩大的信息量成为搜索的基础: 目前微信公众号已承载大量内容信息和资讯, 小程序整合线上线下各种应用场景, 且小程序内部信息和内容可检索, 再加上整合知乎(问答)、地图等腾讯系公司数据和信息。至于腾讯是否会基于微信搜索进行变现我们判断是时间和技术的问题。

微信在5~6月份做了搜索功能的升级, 将搜索内容进行分类, 包括商品(6月新增类)、公众号、朋友圈、文章、百科、小程序、问答、视频、音乐、小说、表情等11个类型进行展示, 搜索结果包括微信公众号、腾讯视频、微信读书、小程序和知乎等, 囊括了腾讯及腾讯投资的各种内容, 以及腾讯生态的内容。用户搜索的关键词不同, 得到的结果类型排序会根据关键词属性而不同。

相比于百度、搜狗等搜索引擎, 微信搜索结果覆盖更广泛, 且拥有独有信息。微信搜索结果包括几部分: 外部信息(常规网页检索, 目前这块由搜狗对接), 腾讯内部信息(包括公众号(搜狗与腾讯合作, 获得公众号信息检索授权)、朋友圈、小程序、商品、视频、音乐、小说、表情等, 这块主要由腾讯内部搜索团队负责)。腾讯内部信息, 包括朋友圈、公众号文章(以中长尾为主, 因为头部文章一般也会放到外部网站)、小程序等, 这些是独有内容。

图 80: 微信搜索囊括 11 个结果分类

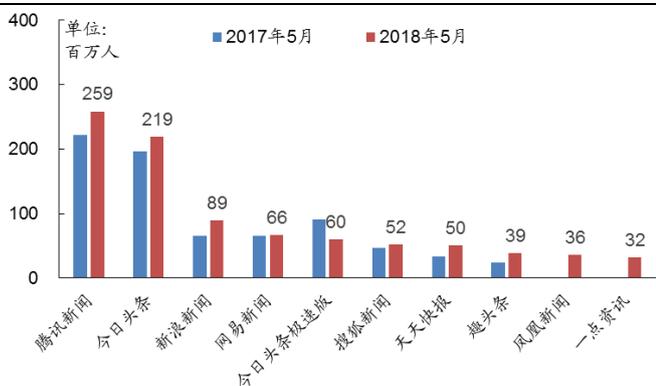


数据来源: 微信, 广发证券发展研究中心

(4) 信息流广告加载率偏低

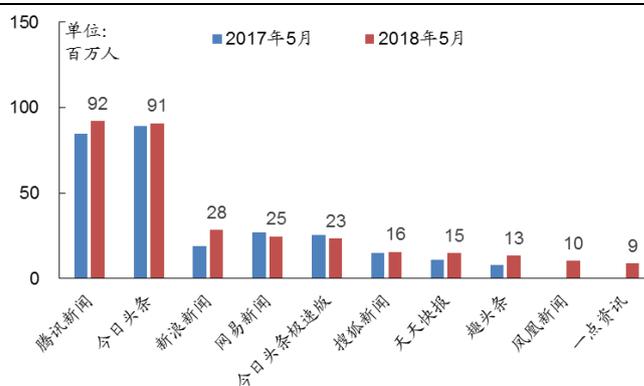
腾讯主要承载信息流广告的媒体中, 新闻资讯APP位居行业第一阵营, 广告加载率(广告数量/信息流数量)仍偏低。腾讯新闻: 月活用户约2.6亿(根据QuestMobile数据), 位居新闻资讯类APP活跃用户首位, 目前每6~8条资讯中插入1条广告。天天快报: 月活用户约5千万(截至2018年5月), 目前还未加入明显广告。QQ看点: 截至18Q1日活用户超8千万, 目前广告加载率低, 仅在文章底部有少量广告位。对比看, 今日头条约每5条资讯中插入1条广告(广告加载率约20%)。

图 81: 新闻资讯类 APP 月活用户比较



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 82: 新闻资讯类 APP 日活用户比较



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

表 22: 主要资讯 APP 广告加载率对比

APP 名称	信息流广告加载率	用户数
今日头条	20%	月活用户约 2.2 亿 (2018.05)
<b>腾讯产品:</b>		
腾讯新闻	13%~17%	月活用户约 2.6 亿 (2018.05)
天天快报	未见信息流广告	月活用户约 5 千万 (2018.05)
QQ 看点	未见信息流广告	18Q1 DAU 超 8 千万

数据来源: Questmobile, 各APP官方, 广发证券发展研究中心

表 23: 新闻资讯及短视频广告刊例比较(CPM 或 CPT)

广告形式	18Q2		2018 年
	今日头条 (人民币)	抖音 (人民币)	腾讯新闻 (人民币)
开屏-首刷	1,280 万~1,536 万元/天		
开屏-轮播	280 万~336 万元/天	280 万~336 万元/天	240~340 元
开屏	200~240 元	200 元	
信息流	160~180 元	240~320 元	180~195 元
贴片-视频后	80 元		

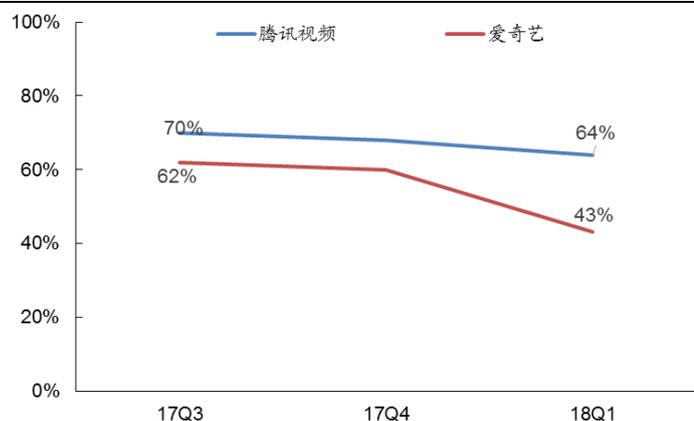
数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

### (5) 视频广告快速增长

媒体广告中视频广告增长迅速。根据腾讯财报高管解读, 17Q3视频广告同比增长70% (爱奇艺17Q3同比增长62%至26.3亿), 17Q4广告收入同比增长68%至27亿元人民币 (爱奇艺17Q4同比增长60%至21.4亿), 18Q1腾讯视频广告收入同比增长64% (爱奇艺18Q1广告收入21.1亿, 同比增长43.2%)。

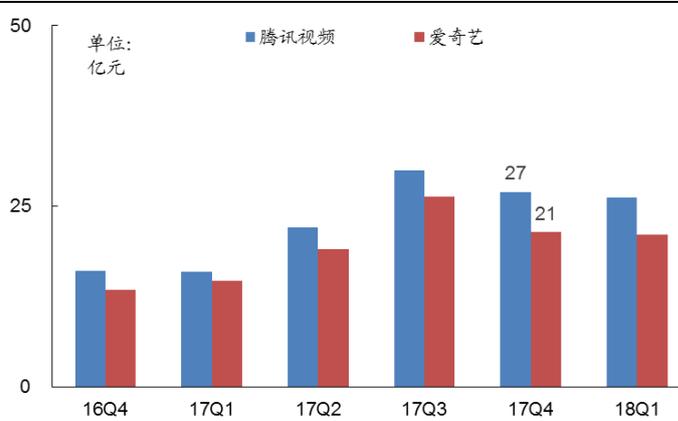
《创造101》位居综艺榜首, 促Q2视频业务增长。根据腾讯公众号数据, 《创造101》节目于2018年4月21日在腾讯视频播出, 截至6月8日前7期节目仅在腾讯视频单一平台的播放量突破33亿大关, 首期播放量达6.7亿, #创造101#微博话题阅读量超过82亿, 连续位居综艺排行榜首。

图 83: 视频平台广告业务同比增速对比



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 84: 视频平台广告业务收入对比



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 腾讯视频收入根据财报数据估算 (供参考趋势)

表 24: 视频网站 2018 年刊例对比

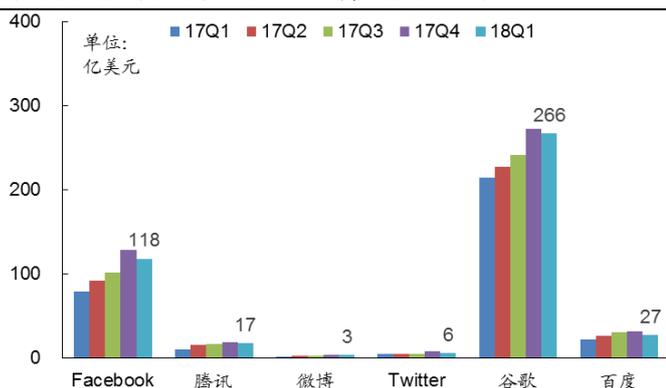
	爱奇艺 (人民币)	腾讯视频 (人民币)
贴片-K (北京/上海)	140 元	215~230 元
贴片-A+城市	100 元	140 元
贴片-A 城市	70 元	120 元

数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

(6) 广告业务毛利率偏低, 收入提速有望提升毛利率

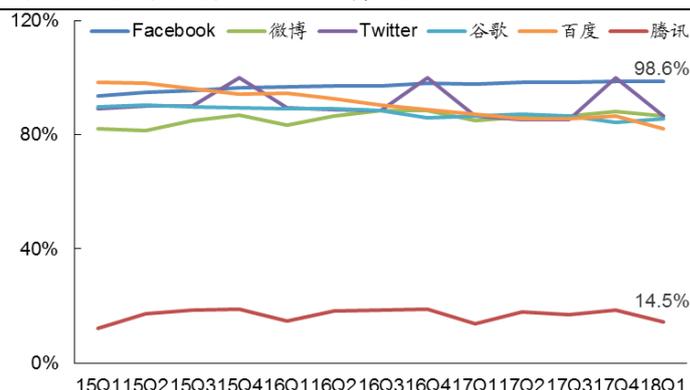
与全球主要互联网公司广告业务相比较, 腾讯广告业务毛利率偏低。社交公司: Facebook、微博、Twitter 等广告占总收入比例超 85%, Facebook、微博毛利率超 80%。搜索公司: 谷歌、百度广告收入占比在 80% 以上, 其毛利率在 50%~60% 左右。腾讯: 广告收入占总收入比例不到 20%, 毛利率仅在 35% 左右; 如果剔除毛利率偏低或为负的腾讯视频广告, 我们估算腾讯非视频广告毛利率大概在 45%~50%, 比社交公司的毛利率低不少。参考爱奇艺财报, 其视频广告业务毛利率不断提升, 单季度毛利率趋于转正, 17Q4 和 18Q1 毛利率分别为 5.9% 和 0.6%。

图 85: 全球主要互联网公司广告收入对比



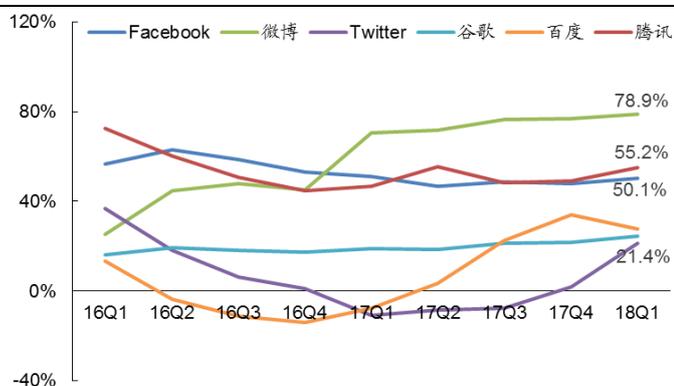
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 86: 全球主要互联网公司广告收入占比



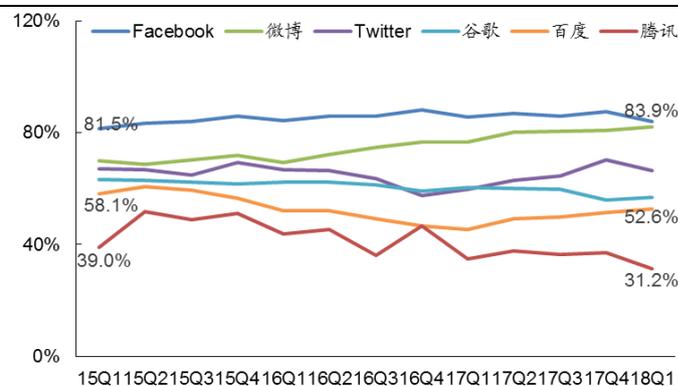
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 87: 全球主要互联网公司广告收入同比增速对比



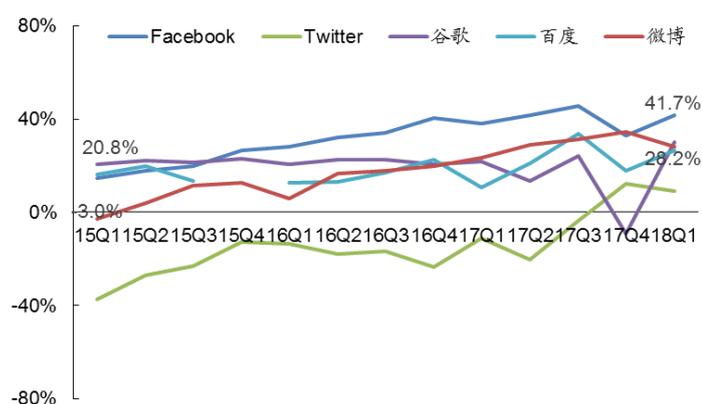
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 88: 全球主要互联网媒体公司广告毛利率对比



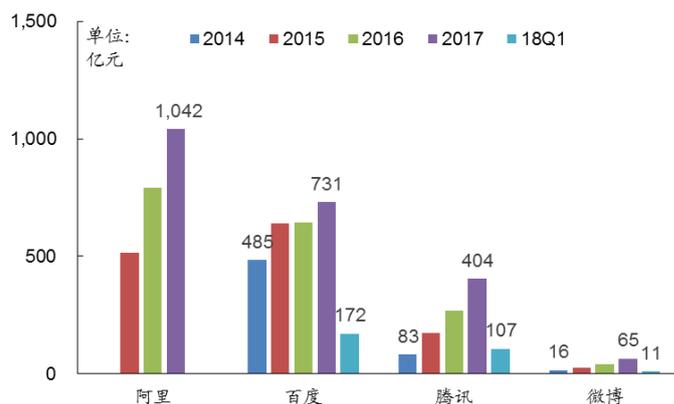
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 89: 全球主要互联网媒体公司净利率对比



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 90: 中国主要互联网媒体公司广告收入对比



数据来源: 各公司财报, eMarker, 广发证券发展研究中心

图 91: 朋友圈广告形式



数据来源: 公开资料, 广发证券发展研究中心

图 92: 微信公众号广告形式



数据来源: 公开资料, 广发证券发展研究中心

图 93: 小程序广告形式



数据来源: 公开资料, 广发证券发展研究中心

图 94: 微信广告数据定向: 基础定向+兴趣+LBS



数据来源: 腾讯广告官网, 广发证券发展研究中心

### 3、测算微信广告价值，仍有持续增长空间

**微信整体活跃度保持增长。**根据微信于2017年11月发布的《2017微信数据报告》，报告核心数据包括：1、日登录用户（9月）9.02亿，同比增长17%；2、日发送消息次数380亿，同比增长25%；3、朋友圈日发表视频次数6,800万，同比增长22%；4、微信运动日活跃用户1.15亿，同比增长177%；5、公众号月活跃账号数350万，同比增长14%，月活跃粉丝数7.97亿，同比增长19%。

腾讯2017年广告收入404亿人民币，其中社交及其他广告256亿，社交及其他广告包括微信（朋友圈、公众号）广告、QQ浏览器、应用商店、广告联盟广告，微信广告是其中重要构成。从广告加载率看，目前腾讯社交及信息流产品的广告加载率远低于行业，因此广告仍有持续增长空间。

我们用2种方式测算微信广告收入：1、以单用户收入角度测算微信广告收入；2、分别测算朋友圈、公众号广告收入。微信从3月底4月初增加朋友圈广告推送数量，增加公众号文中广告位，我们分别按广告位增加前、广告位增加后（分保守、中性、乐观3种情景）、未来空间估算等情景估算广告收入情况。

#### （1）测算方式 1、单用户收入角度测算微信广告收入

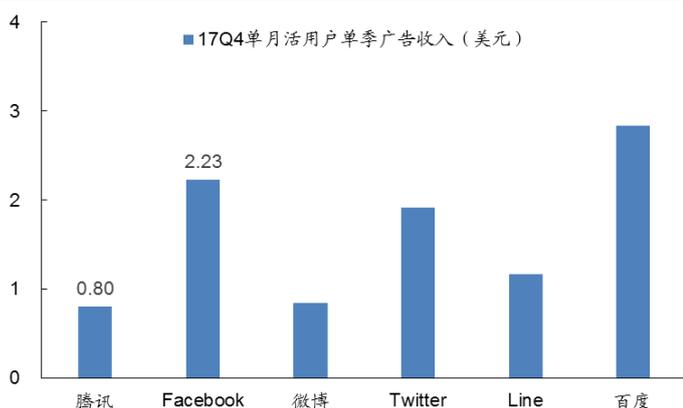
**根据ARPU进行测算：**根据Facebook 2017Q4广告营收129.72亿美元，Facebook截至17Q4月活用户21.3亿，其中亚洲8.3亿，Facebook全球月活用户季度广告ARPU值为6.08美元，其中亚洲地区广告ARPU值为2.52美元。我们从保守、中性、乐观角度，以季度ARPU值分别为1.2美元、1.5美元、2.52美元测算，微信10亿月活跃用户每季度可能分别带来约12.5亿美元、15.9亿美元、27.2亿美元广告收入，年化收入分别为320亿元人民币、407亿元人民币、679亿元人民币。今年微信广告明显提速，我们以中性情景估算，预计微信广告收入为407亿元人民币。

表 25：腾讯微信广告收入估算

指标项（人民币）	广告位增加前	广告位增加（2018年）			空间估算
		保守	中性	乐观	
月活用户数（亿）	10.0	10.4	10.6	10.8	11.9
季度广告 ARPU 值（美元）	0.80	1.20	1.50	2.52	6.08
季度广告收入（亿美元）	8.0	12.5	15.9	27.2	72.2
年化广告收入（亿美元）	32	50	64	109	289
年化广告收入（亿元）	205	320	407	697	1,850
主要假设	以腾讯 17Q4 单用户季度 ARPU 值估算		以 Facebook 亚洲季度 ARPU 值估算	以 Facebook 全球季度 ARPU 值估算	

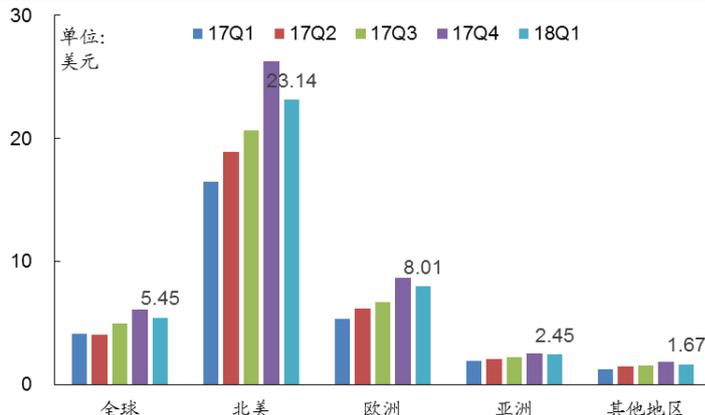
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 95: 单月活用户季度收入对比



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 96: Facebook 各地区 ARPU 值



数据来源: Facebook财报, 广发证券发展研究中心

## (2) 测算方式 2、分部测算微信广告收入

微信广告主要包括朋友圈广告、公众号广告、小程序广告, 考虑到小程序广告刚起步, 我们先对朋友圈广告和公众号广告进行测算。

**朋友圈广告:** 主要以CPM (按千人成本计费) 计费, 按曝光收费。朋友圈广告投放扣费逻辑: 同一用户同一广告每天最多扣8次费用, 用户浏览超过3-5秒以上算曝光, 进行点赞评论等互动也算曝光, 5分钟内看到广告只算一次曝光。

**公众号广告:** 以CPC (按点击计费) 竞价购买为主, CPM (按千人成本计费) 排期购买为辅, 文章底部广告和文中广告以CPC为主, CPM计费主要针对视频贴片广告, 广告形式主要包括品牌活动推广、粉丝关注、APP下载、卡券发放等。CPC计费广告0.5元人民币起拍, 底部广告排期购买CPM价格大概在25~35元之间 (不同城市不同价格), 视频贴片广告CPM价格大概在15~25元之间。

表 26: 朋友圈及公众号广告收入估算公式

媒体	收入影响因素
朋友圈	起步阶段: 广告收入=DAU*用户每日接收广告次数*广告覆盖率*CPM
	成熟阶段: 广告收入=DAU*人均 feeds*广告加载率 (Ad load)*CPM
公众号	竞价购买 (CPC): 广告收入=点击量 (曝光量*点击率)*CPC
	排期购买 (CPM): 广告收入=DAU*人均 PV*广告展现率*CPM
	互选广告: 定制化广告。

资料来源: 公司广告介绍, 广发证券发展研究中心

### ➤ 朋友圈广告收入估算

目前微信朋友圈广告数量还很少, 每日推送1~2条, 因此我们按: **微信朋友圈广告年收入=DAU\*用户每日接收广告次数\*广告渗透率\*CPM/1,000\*365**, 进行测算。

**日活跃用户数:** 2018Q1微信月活跃数10.4亿, 根据微信官方发布的《2017微信数据报告》, 预计微信日活跃用户大约9亿。

**用户每日接收广告次数:** 朋友圈广告系统此前对单个用户每24小时只推送1个广告, 从今年3月底开始对活跃用户投放广告频次增加到每天2条。Facebook平均广告加

载率约20%（广告数量/信息流数量），目前朋友圈广告加载率仍偏低。

**广告渗透率：**平均接收到2条广告的用户渗透率。微信目前广告推送条数由1条提升至2条，对不活跃用户或对广告不感兴趣用户接收的广告会少于2条或收不到广告。广告渗透率也在一定程度反映广告售卖率。

**单次广告价格：**目前主要以每千次展示的CPM方式计费。根据微信广告官方资料，根据地域、广告种类等因素CPM价格不同，图文广告CPM在50元~150元之间浮动，视频广告CPM在60~180元人民币之间浮动，竞拍广告在30~100元之间浮动。

**根据不同情境条件测算**（货币单位无特殊说明均为人民币）：

**1) 广告位增加前的测算：**微信日活跃用户约9亿，在广告位增加前，朋友圈广告系统对单个用户每24小时最多推送1条广告，以广告渗透率60%（即约60%用户能接收到广告），以CPM 80元计费，估算微信朋友圈广告每天的收入0.43亿元（ $1*9亿*60%*80元/1000$ ），全年收入在158亿元左右。

**2) 广告位增加后，以保守情况测算：**微信日活跃用户约9亿，自3月底起朋友圈广告系统对单个用户每24小时推送2个广告，以广告渗透率45%（即平均约45%的用户接收到2条广告），以CPM 80元计费，估算微信朋友圈广告每天的收入0.65亿元（ $2*9亿*45%*80元/1000$ ），全年收入在237亿元左右。

**3) 广告位增加后，以中性情况测算：**微信日活跃用户约9.1亿，自3月底起朋友圈广告系统对单个用户每24小时推送2个广告，以广告渗透率50%，以CPM 90元计费，估算微信朋友圈广告每天的收入0.82亿元（ $2*9.1亿*50%*90元/1000$ ），全年收入在299亿元左右。

**4) 广告位增加后，以相对乐观的情况测算：**微信日活跃用户约9.2亿，自3月底起朋友圈广告系统对单个用户每24小时推送2个广告，以广告渗透率55%，以CPM 100元计费，估算微信朋友圈广告每天的收入1.01亿元（ $2*9.2亿*55%*100元/1000$ ），全年收入在369亿元左右。

**5) 测算朋友圈广告空间：**微信日活跃用户约9.4亿，假设朋友圈广告系统对单个用户每24小时推送5个广告，以广告渗透率70%，以CPM 130元计费，估算微信朋友圈广告每天的收入4.28亿元（ $5*9.4亿*70%*130元/1000$ ），全年收入在1,561亿元左右。

表 27: 朋友圈广告收入估算 (CPM)

指标项 (人民币)	广告位增加前	广告推送增加到 2 条 (2018 年)			空间估算
		保守	中性	乐观	
微信日活 (亿)	9	9	9.1	9.2	9.4
每天推送广告数量 (条)	1.0	2.0	2.0	2.0	5.0
广告渗透率	60%	45%	50%	55%	70%
CPM (元)	80	80	90	100	130
日均广告收入 (亿元)	0.43	0.65	0.82	1.01	4.28
年化广告收入 (亿元)	158	237	299	369	1,561

资料来源：腾讯官方资料，广发证券发展研究中心

➤ 公众号广告收入估算

**公众号竞价购买 (CPC) 广告年收入 = 单日阅读量 \* 广告曝光率 \* 广告点击率 \* CPC \* 365**

**公众号及粉丝数:** 根据腾讯发布的《2017年微信数据报告》显示, 公众号月活跃账号数350万, 同比增长14%, 月活跃粉丝数7.97亿, 同比增长19%。

**公众号文章阅读量PV:** 根据腾讯广告官方资料显示, 微信公众号文章日均阅读量PV为30亿次+。

**开启流量主的公众号占比:** 粉丝数超过5千以上的公众号可申请成为流量主, 流量主可选择是否关闭广告, 根据新榜统计数据, 有21.9%的公众号会通过广点通功能获得收益。

**广告曝光率:** 广告被看到的次数, 约占阅读量的1/3~1。

**广告点击率 (CTR):** 广告有效点击量 / 曝光量 \* 100%。根据腾讯广告官方资料, 公众号底部广告平均点击率为1.2%~2.8%左右。

**CPC:** 自由竞价, 最低为0.5元/一次点击。根据腾讯广告官方资料, 公众号底部广告平均CPC为0.7~1.5元。

**根据不同情境条件测算:**

**1) 广告位增加前的测算:** 公众号文章日均PV30亿, 20%公众号接入腾讯社交广告, 每篇文章加载广告2条广告, 广告曝光率55%, 以广告点击率2.0%、CPC 1.2元计算, 估算公众号广告每天的收入0.16亿元 ( $30 * 20% * 2 * 55% * 2.0% * 1.2$ 元), 全年收入在58亿元左右。

**2) 广告位增加后, 以保守情况测算:** 公众号文章日均PV30亿, 20%公众号接入腾讯社交广告, 每篇文章平均加载广告2.3条广告, 广告曝光率55%, 以广告点击率2.0%、CPC 1.2元计算, 估算公众号广告每天的收入0.18亿元 ( $30 * 20% * 2.3 * 55% * 2.0% * 1.2$ 元), 全年收入在66亿元左右。

**3) 广告位增加后, 以中性情况测算:** 公众号文章日均PV31亿, 21%公众号接入腾讯社交广告, 每篇文章平均加载广告2.5条广告, 广告曝光率60%, 以广告点击率2.2%、CPC 1.3元计算, 估算公众号广告每天的收入0.28亿元 ( $31 * 21% * 2.5 * 60% * 2.2% * 1.3$ 元), 全年收入在102亿元左右。

**4) 广告位增加后, 以相对乐观的情况测算:** 公众号文章日均PV32亿, 22%公众号接入腾讯社交广告, 每篇文章平均加载广告2.8条广告, 广告曝光率65%, 以广告点击率2.3%、CPC 1.5元计算, 估算公众号广告每天的收入0.44亿元 ( $32 * 22% * 2.8 * 65% * 2.3% * 1.5$ 元), 全年收入在161亿元左右。

**5) 测算朋友圈广告空间:** 公众号文章日均PV35亿, 30%公众号接入腾讯社交广告, 每篇文章平均加载广告3.2条广告, 广告曝光率70%, 以广告点击率3%、CPC 2.1元计算, 估算公众号广告每天的收入1.48亿元 ( $35 * 30% * 3.2 * 70% * 3% * 2.1$ 元), 全年收入在541亿元左右。

(货币单位: 人民币)

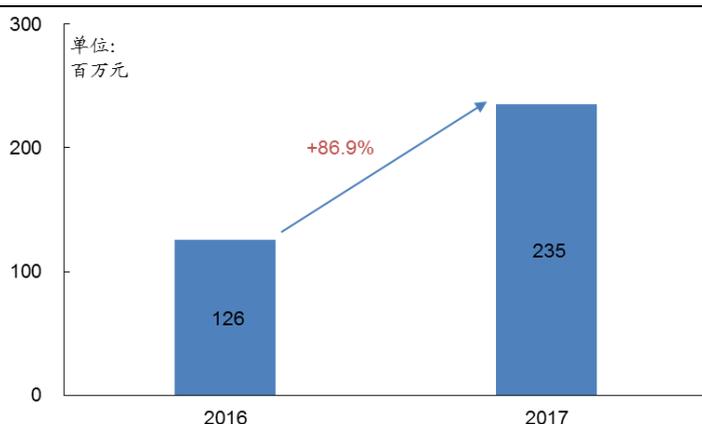
表 28: 公众号广告收入估算 (CPC)

指标项 (人民币)	广告位增加前	广告位增加后 (2018 年)			空间估算
		保守	中性	乐观	
阅读量 (日均 PV) (亿)	30	30	31	32	35
接入腾讯广告的公众号占比	20%	20%	21%	22%	30%
流量主的公众号阅读量 (亿)	6.0	6.0	6.5	7.04	10.5
每篇文章加载广告数量 (个)	2	2.3	2.5	2.8	3.2
广告曝光率	55%	55%	60%	65%	70%
广告曝光量 (亿)	6.6	7.6	9.8	12.8	29.4
广告点击率	2.0%	2.0%	2.2%	2.3%	3.0%
CPC	1.2	1.2	1.3	1.5	2.1
日均广告收入 (亿元)	0.16	0.18	0.28	0.44	1.48
年化广告收入 (亿元)	58	66	102	161	541

资料来源: 腾讯官方资料, 广发证券发展研究中心

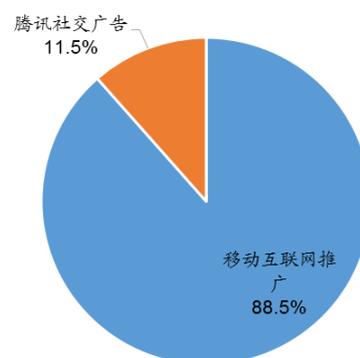
值得注意的是, 腾讯基于公众号获得的广告分成收入比公众号作为媒体的整体广告收入要小。对公众号运营者而言, 公众号广告收入包括: 1、互联网推广 (如文案广告), 是大号的主要收入构成, 腾讯不参与具体运营和分成; 2、腾讯社交广告 (作为流量主、互选广告), 公众号运营者可选择是否加广告, 且目前公众号运营者分成比例高于腾讯。根据瀚叶股份公告, 量子云2017年收入中, 腾讯社交广告收入仅占整体收入比例的11.5%。根据新榜2017年3月的报道, 咪蒙公众号粉丝956万, 头条软文报价人民币68万元 (平均阅读量约200万), 栏目冠名 (周末故事) 30万元, 底部banner25万元; 二条软文38万元 (平均阅读量约100万), 底部banner15万元。咪蒙的头条植入视频链接和阅读原文链接的平均点击量分别为80万和3.5万, 阅读原文点击量大约占到阅读量的1%-5%。

图 97: 量子云公众号收入 2017 年同比增长 87%



数据来源: 瀚叶股份公告, 广发证券发展研究中心

图 98: 量子云公众号收入中腾讯收入仅占 11.5%



数据来源: 瀚叶股份公告, 广发证券发展研究中心

表 29: 公众号广告报价对比

公众号名称	粉丝人数 (万人)	头条报价 (人民币 万元)	2 条报价 (人民币 万元)	3-N 条报价 (人民币 万元)	头条万粉单价 (元/万粉)
咪蒙	1,340	71.1	35.6	-	531
同道大叔	635	35.0	13.8	11.7	552
有书	1,116	33.7	21.0	16.8	302
MK 凉凉	139	44.4	22.2	17.8	3,191
Sir 电影	111	33.9	17.1	-	3,054
小北	131	26.7	8.6	6.4	2,037
量子云 TOP5 公众号平均	758	12.9	7.1	5.2	171

资料来源: 瀚叶股份公告, 微播易, 广发证券发展研究中心

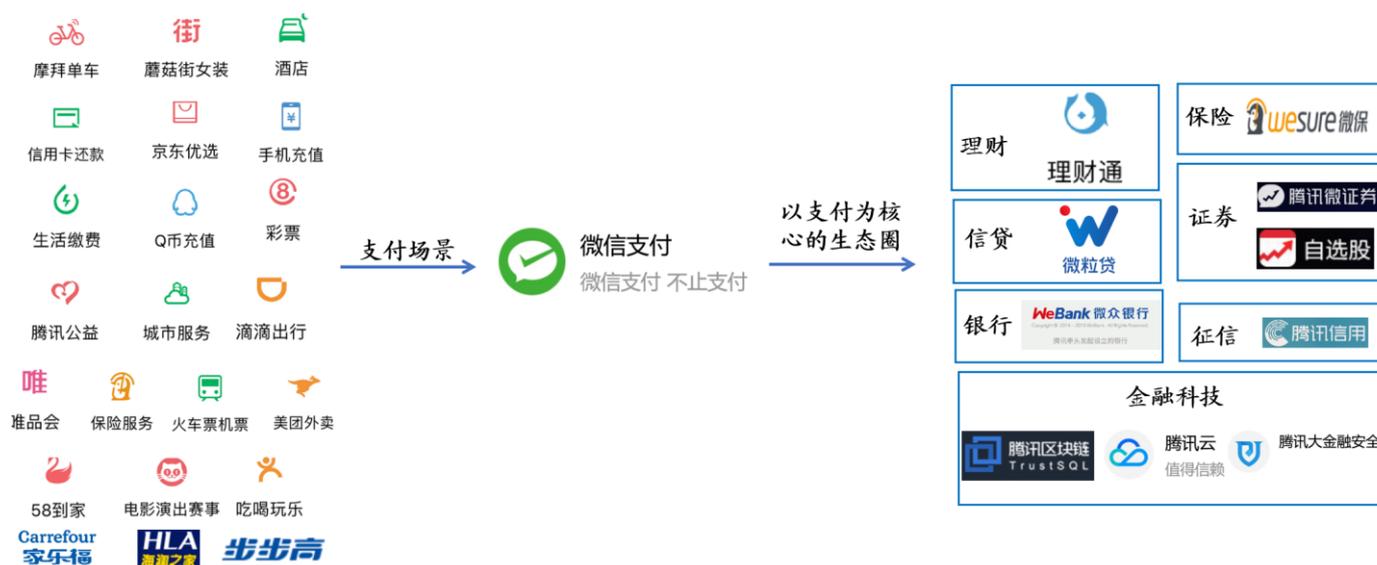
备注: 1、量子云公众号选取前五大公众进行平均计算, 具体公众号名称为: 卡娃微卡、天天炫拍、动态相册、鹿姐时光记、卡妞范儿;  
2、记录时间为2018年6月22日

## 六、互联网金融：支付为核心，搭建互联网+金融生态

### 1、支付为核心，持续扩大场景，连接7大业务

腾讯自2005年9月推出财付通，逐渐构建以支付（微信支付、QQ钱包）为核心，覆盖理财（理财通）、信贷（微粒贷）、银行（微众银行）、保险（微保）、证券（腾讯微证券、自选股）、征信（腾讯信用）和金融服务（腾讯金融云、腾讯大金融安全和区块链）等业务的互联网金融生态圈。

图 99：腾讯以支付为核心的互联网金融生态



数据来源：腾讯官网，广发证券发展研究中心

#### (1) 支付：腾讯财付通、微信支付、QQ 钱包

财付通是腾讯集团旗下中国领先的第三方支付平台，微信支付与QQ钱包是财付通推出的移动端支付产品。财付通于2005年4月正式上线，2011年5月财付通获得第三方支付牌照，成为第一批获得央行支付牌照的企业，2012年4月获得基金支付牌照。财付通提供快捷支付、财付通余额支付、分期支付、委托代扣、epos支付、微信支付等多种支付产品。

微信支付于2013年8月上线后，借助微信社交关系链、微信红包等获得快速增长。微信支付以绑定银行卡的快捷支付为基础，向用户提供支付服务。微信支付2013年8月5日随微信5.0版本正式发布上线（微信同时推出微信游戏开启商业化），2014年3月4日正式开放外部接入申请。马化腾及腾讯副总裁张颖在2017《财富》全球论坛上表示，截至2017年12月微信支付绑卡用户超8亿（在微信活跃用户中渗透率超80%），已与近400家银行进行了合作，拥有超3万家服务商。根据微信公开课数据，截至2018年1月中旬微信支付已接入零售商户超过100万家，包括超市卖场、便利店、百货和时尚品牌等，还接入超过100个快消品牌。根据《2017微信经济社会影响力研究》，微信支付实现智慧生活主场景基本全覆盖，微信支付在主要生活场景中的平均使用率超35%，较2016年提高近20个百分点，其中商超便利店和餐饮场所使用率分别达76%和53%。

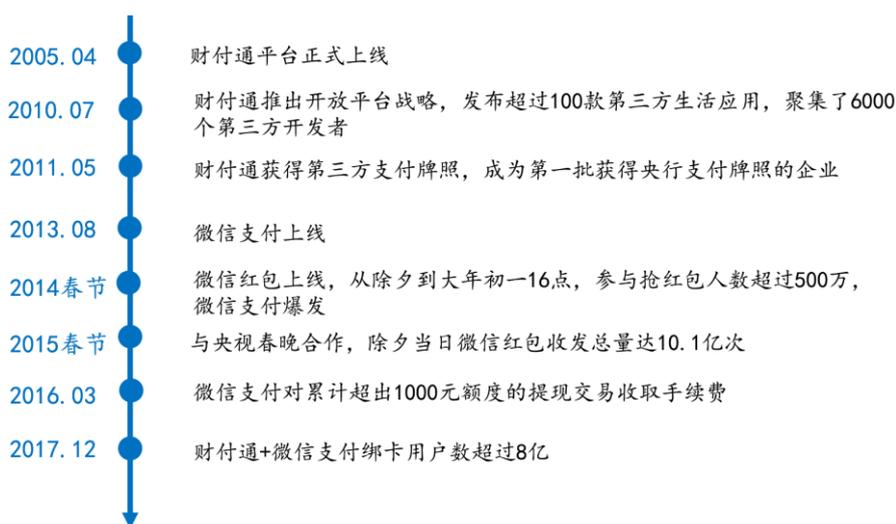
微信支付在第三方移动支付中市占率为40%，与支付宝形成双寡头。根据艾瑞数据统计，17Q3支付宝、财付通占到中国第三方移动支付市场份额达94%，二者市占率分别约为54%、40%。17Q3中国第三方移动支付交易规模同比增长100%达人民币（下同）31.6万亿元，其中财付通单季度交易规模约为12.5万亿元，支付宝交易规模约为17.1万亿元。从支付交易结构看，移动消费（包括移动电商、移动游戏、移动团购、网约车、移动航旅和二维码扫码）占12%，移动金融（货币基金、P2P等）占19%，个人应用（信用卡还款、银行间转账、银行卡至虚拟账户转账、虚拟账户间转账等）占68%，其他还包括生活缴费、手机充值等。

线下扫码支付是移动支付增长亮点。根据艾瑞估算，2016年我国非现金支付渗透率为42.2%，其中线下扫码支付的渗透率为1.9%。微信小程序、阿里和腾讯布局线下零售，促进线下扫码支付渗透。

微信支付主要收入来源：1、商家手续费：按行业类别不同，0.6%~2%；大部分商家手续费率为0.6%。2、提现手续费：2016年3月1日起，收取提现金额的0.1%。3、信用卡还款手续费：自2018年8月1日起，收取还款金额的0.1%。4、备付金利息（备付金是处理付款代客户收取并应付客户的资金，为沉淀资金或在途资金）：存在备付金专用存款账户中，同时产生利息收入。根据最新监管提出备付金集中存管政策（到2019年1月14日100%集中存管），这部分收入在逐步缩减，最终将减少为0。

微信支付定位场景连接，根据公司战略，支付服务是为腾讯及腾讯生态系统合作伙伴提供基础设施服务，不仅针对腾讯社交网络，而且覆盖腾讯生态系统以及合作伙伴的不同活动，基于线上线下场景提供不同服务。社交支付：包括微信红包、转账。在线商家交易：用户在线购买商品可以使用微信支付。线下商家交易：线下商户可以利用腾讯支付平台获得付款，如众多线下零售商、餐馆等以及线下服务（如滴滴打车等）。金融支付：包括货币基金等。其他场景还包括信用卡还款、生活缴费、充值等。

图 100: 财付通及微信支付发展历程



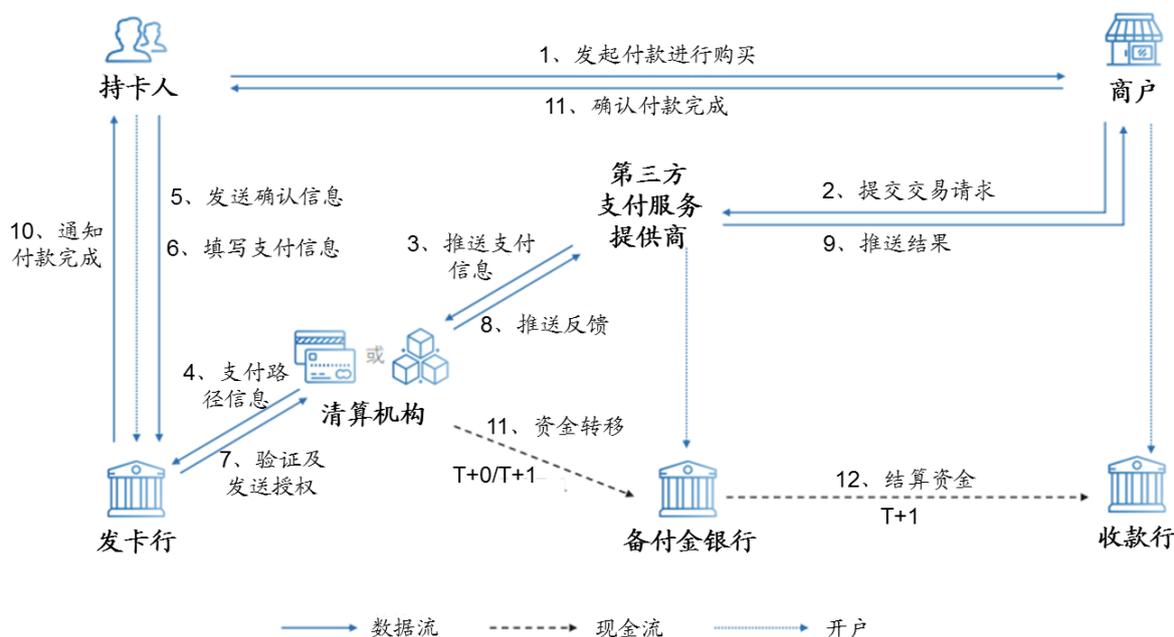
数据来源：腾讯官网，广发证券发展研究中心

表 30: 微信支付业务数据及收入成本构成

微信支付业务数据及收入成本构成	
用户数	截止 2018 年 1 月, 微信支付已接入超过 100 万家商户 截止 2017 年 12 月, 财付通+微信支付绑卡用户数超过 8 亿
交易频次	截止 2017 年 12 月, 红包交易频次同比下降, 线下交易总量同比增长一倍
毛利润	2017 年支付及云服务毛利润 95 亿元人民币
商业模式	以支付为核心, 发展互联网理财、信贷等业务, 并获取大数据价值
收入来源	1、商家手续费 (0.6%)：按行业类别不同, 0.6%~2%, 大部分商家手续费率为 0.6%; 对交易量大的头部商家, 一般可享受费率优惠。 2、提现手续费 (0.1%)：2016 年 3 月 1 日起, 收取提现金额的 0.1%。 3、信用卡还款手续费 (0.1%)：自 2018 年 8 月 1 日起, 收取还款金额的 0.1%。 4、备付金利息：存在备付金专用存款账户中, 同时产生利息收入。根据最新监管提出备付金集中存管政策 (到 2019 年 1 月 14 日 100%集中存管), 这部分收入会逐步缩减, 最终将减少为 0。
主要成本	1、银行及清算机构处理费：通常情况下, 在支付过程中, 发卡行的借记卡/贷记卡处理费最高分别为 0.35% (不超过 13 元) / 0.45%, 清算机构 (银联/网联) 收取的网络转接费上限为 0.065% (不超过 6.5 元, 由发卡行与支付服务商均摊)。自 2018 年 6 月 30 日起, 支付机构与银行原有的直连模式将全部切断, 网络支付交易全部通过网联模式转接清算。 2、运营推广费。

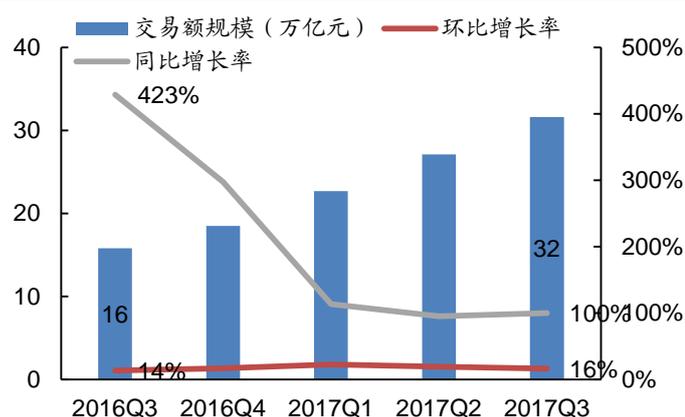
数据来源：腾讯财报，微信公开课PRO，广发证券发展研究中心

图 101: 第三方支付服务的支付流程及各相关参与方



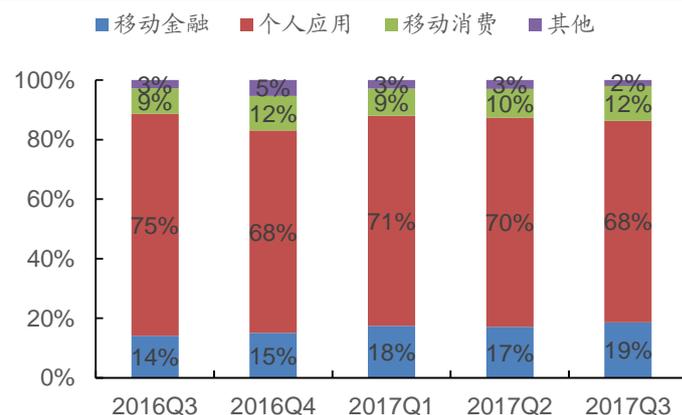
数据来源：汇付天下招股书，广发证券发展研究中心

图 102: 中国移动支付交易额规模



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图 103: 中国移动支付交易结构



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

备注: 移动消费 (包括移动电商、移动游戏、移动团购、网约车、移动航旅和二维码扫码) 占12%, 移动金融 (货币基金、P2P等) 占19%, 个人应用 (信用卡还款、银行间转账、银行卡至虚拟账户转账、虚拟账户间转账等) 占68%, 其他还包括生活缴费、手机充值等。

表 31: 2017 年 Q3 中国部分第三方支付企业交易规模

支付企业	交易规模区间 (人民币 亿元)
支付宝	170,000-172,000
财付通	124,000-126,000
壹钱包	4,800-4,900
联动优势	2,400-2,500
京东支付	2,400-2,500
连连支付	2,300-2,400
快钱	1,800-1,900
易宝支付	1,600-1,700
银联商务	1,400-1,500
苏宁支付	900-1,000

数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

表 32: 中国线下扫码支付渗透率与非现金支付渗透率

线下扫码支付渗透率 (人民币)		线下非现金支付渗透率 (人民币)	
2016 年线下扫码支付规模 (万亿元)	0.65	2016 年线下非现金支付规模 (万亿元)	14.55
2016 年线下最终消费规模 (万亿元)	34.5		34.5
2016 年线下扫码支付渗透率	1.9%	2016 年线下非现金支付渗透率	42.2%

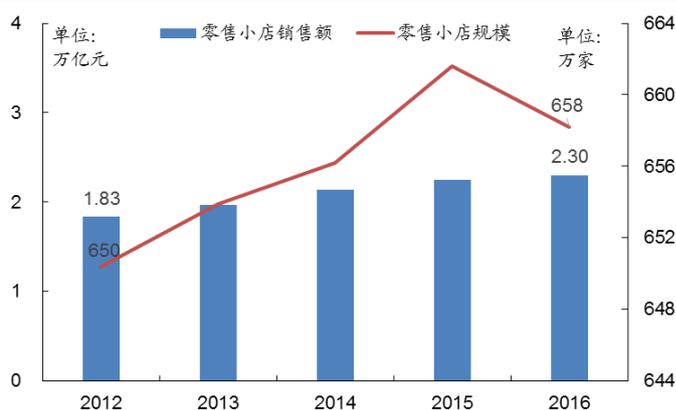
数据来源: 艾瑞咨询, 国家统计局, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图 104: 中国线下最终消费总额



数据来源: 艾瑞咨询, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 105: 中国零售小店数量及销售额



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

## (2) 理财: 理财通

腾讯理财通于2014年1月在微信钱包上线, 为腾讯官方理财平台, 依托微信、手机QQ等平台, 开展社交、高频的互联网金融服务。根据腾讯财报, 截止2018年1月理财通资产管理总规模超过3,000亿元人民币, 到今年2月规模超3,300亿元人民币。根据理财通官网, 截至2016年底理财通用户数超1亿。根据2018年2月腾讯理财通公布的数据, 理财通总用户数超1.4亿, 有效用户数为720万, 以3,300亿元人民币规模计算, 人均约4.4万元人民币。

对比来看, 蚂蚁金服旗下理财平台蚂蚁财富1月8日公布的数据显示, 目前已有超过100家B端机构和蚂蚁财富达成合作; 在用户体量上, 有超过3亿的余额宝用户, 蚂蚁财富注册用户超过1.8亿, 用户活跃度和交易量处于高位。

理财通产品总体偏稳健, 随着牌照及合作机构增加, 产品和服务类型将不断丰富。目前理财通产品包括货币基金、指数型基金、精选股票基金、定期产品、保险产品和券商产品等。2017年9月, 腾讯正式内测“零钱通”(类似余额宝), 并于11月在微信钱包公测上线。获得基金销售牌照: 2018年1月, 腾讯全资子公司腾安获得第三方基金销售牌照, 腾安以腾讯理财通为基础, 开展独立的基金销售业务, 微信理财通平台也将从导流平台升级为销售平台, 参与到基金客户服务、交易过程中, 并以此获得销售佣金。

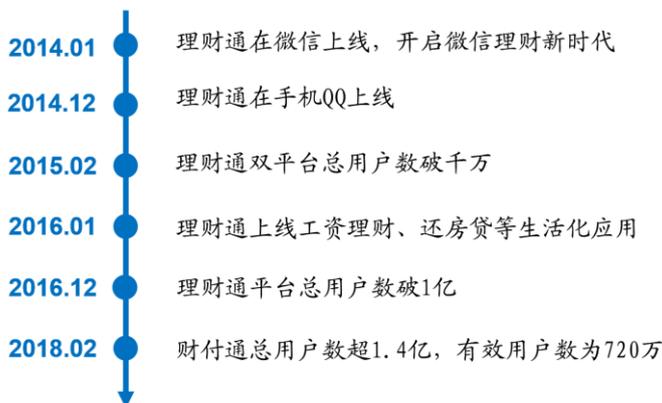
已与30多家金融机构建立合作, 未来合作的平台和机构会不断增加, 产品类型也将更丰富。已建立合作的机构包括易方达基金、中欧基金、华夏基金、南方基金、长江证券、中国人寿、平安养老保险等。另外腾讯旗下投资及合作的渠道还包括好买财富、中金公司。好买财富是腾讯参股的第三方基金销售机构, 腾讯产业投资基金目前为其第一大股东。2017年9月20日腾讯布局境内券商, 以28.6亿港元入股中金公司, 成为其第三大股东。

2018年理财通发展计划包括: 1、进一步提升有效用户数量, 未来希望能将一二线城市成熟的场景复制到更广泛群体; 2、重点发力高端用户的资产配置, 例如通过智能投顾提供更具附加价值的、带科技属性的理财产品。

互联网理财规模保持快速增长。互联网理财降低了个人资产管理门槛, 通过大数据、AI、云技术识别用户需求, 实现更及时、精准服务。根据2018年2月腾讯理财通财

富高峰论坛发布的《互联网理财指数报告》，互联网理财规模由2013年的2,153亿元增长到2017年的3.15万亿元人民币，2018年有望达5.36万亿元人民币。

图 106: 理财通发展轨迹



数据来源：腾讯理财通，广发证券发展研究中心

图 107: 腾讯理财通部分合作机构



数据来源：腾讯理财通，广发证券发展研究中心

图 108: 腾讯理财通业务概览



数据来源：腾讯理财通，广发证券发展研究中心

### (3) 银行、信贷：微众银行、微粒贷

微众银行是国内首家民营银行和互联网银行，由腾讯、百业源和立业等多家企业发起设立，腾讯持股30%，为最大股东，于2014年12月获得由深圳银监局颁发的金融许可证。2015年1月国务院总理李克强考察调研微众银行。微众银行致力于构建开放共赢的互联网金融服务生态圈，定位为“连接者”，通过与合作伙伴共享互联网技术，实现信息、资源、客户、产品的互联互通和深度融合。

微众银行旗下产品主要包括微粒贷（2015年9月上线，拳头产品）、微众银行APP（2015年8月上线）、微车贷（2015年9月上线）。微粒贷借助微信和手机QQ渠道实现规模放量增长，截至2017年底贷款余额超人民币1千亿元。

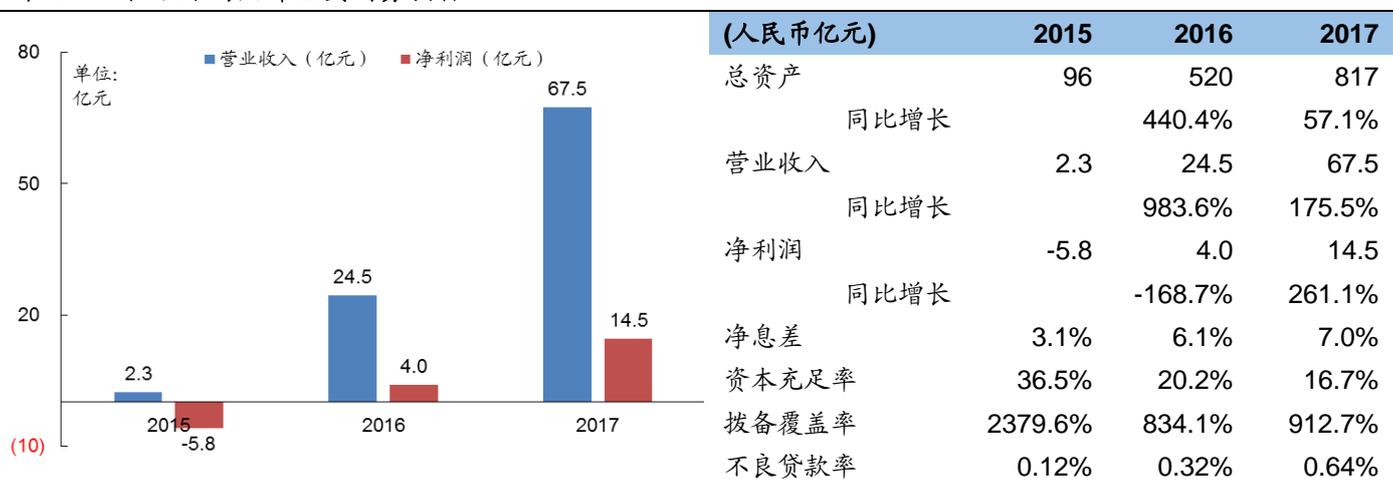
微众银行通过大数据技术和个人征信，降低贷款门槛，同时有效控制不良贷款率。根据微众银行财报，截至2017年末，微众银行资产总计817亿元人民币，同比增长57%；各项贷款余额477亿元人民币，同比增长55%；存款余额53亿元人民币，同比增长62%；收入67.5亿元人民币，同比增长1.76倍，净利润14.48亿元人民币，同比增长2.6倍；注册用户超6千万人，同比增长2.14倍。核心业务贷款方面，授信客

户超3,400万人, 同比增长1.2倍; 累计向近1,200万人在线放贷8,700亿元人民币, 同比分别增长1.7倍和3.3倍, 累计放贷超1亿笔。截至2017年9月末管理贷款余额超过1,200亿元人民币。

**微众银行注重与商户、银行合作。**微众银行已与30多家零售商、品牌商开展跨界合作, 尝试新零售。在联合贷款方面, 微众银行合作的联合贷款机构达50家, 这50家机构分享了75%的微众银行业务。据第一消费金融统计, 微众银行的联合合作贷款有上海银行、北京银行、华夏银行、江西银行、东亚银行、哈尔滨银行、甘肃银行、重庆农商行和邮储银行等银行合作联合放贷。

**风控方面,**微众银行贷款不良率0.64%, 低于银行业平均水平(根据银监会数据, 2017年商业银行平均不良贷款率为1.74%); 贷款拨备率5.84%(2017年商业银行为3.16%), 拨备覆盖率超900%, 流动性比例117.55%。

图 109: 微众银行历年主要财务指标



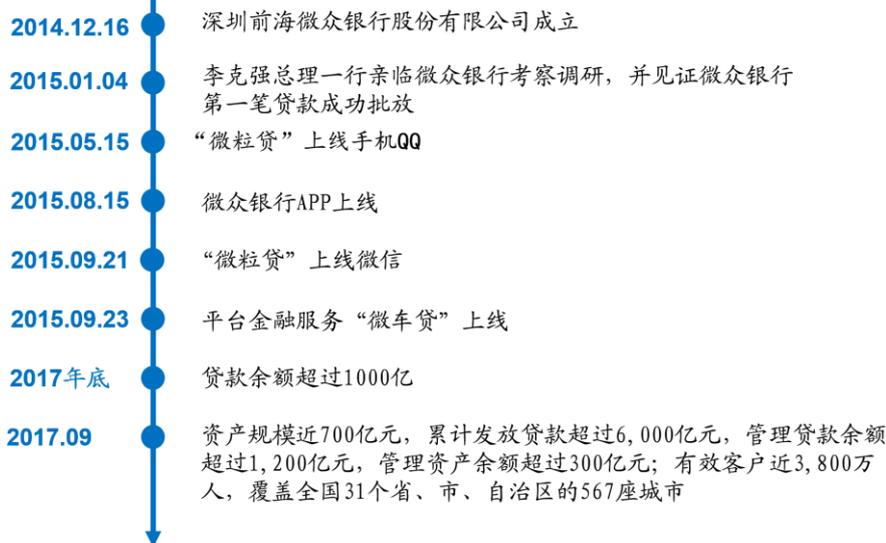
数据来源: 微众银行财报, 广发证券发展研究中心

图 110: 微众银行主要股东



数据来源: 微众银行官网, 广发证券发展研究中心

图 111: 微众银行发展历程



数据来源：微众银行官网，广发证券发展研究中心

图 112: 微众银行业务概览



数据来源：微众银行APP，广发证券发展研究中心

图 113: 微众银行贷款业务概览



微业贷是微众银行为广大中小微企业提供的线上流动资金贷款服务。该产品为结合大数据分析及互联网技术的一款金融创新产品。客户从申请至提款全部在线完成，无需抵押，额度立等可见，资金分钟到账，按日计息，随借随还。微业贷将以科技金融为中小微企业提供高效便捷的融资服务。

微粒贷是微众银行推出的首款互联网小额信贷产品，2015年5月在手机QQ平台上线，9月在微信平台上线，为超过千万的用户提供便捷、高效的贷款服务。微粒贷目前采用用户邀请制，入口逐步开放中。

微众银行推出“互联网+汽车金融”产品「微车贷」，与中国最大二手车商优信合作，选择优信二手车「付一半」产品作为首个应用场景。

“财富贷”是由微众银行推出的质押类贷款，用户将其在微众银行APP持有的投资理财产品作为质押物，向微众银行申请实时借款，以保证用户在享受投资理财产品收益的同时，解决中、短期的资金需求。

### 微粒贷

We让您的微小心愿，立刻实现

**小额信贷**  
500元起借，最高额度30万

**轻松申请**  
无担保无抵押，微信、手Q点一点，马上就有

**闪电到账**  
5秒出额度，借款最快1分钟到账

**周转灵活**  
按日计息，今天借了明天就能还，提前还款无罚金

了解更多

### 微车贷

首付一半 立即拥有爱车

**极速审批**  
60分钟出具审批结果，彻底改变传统申请贷款方式

**无门槛**  
仅需提供本人身份证、借记卡(储蓄卡)即可申请，无户籍，房产，收入，职业等限制

**方案灵活**  
有月供超低费率，无月供两年零压力

了解更多

### 财富贷

·什么是“财富贷”·

“财富贷”质押借款是将您在微众银行App持有的投资理财产品作为质押物，向微众银行申请实时借款，以保证您在享受投资理财产品收益的同时，解决中、短期的资金需求。

·“财富贷”有哪些特点?·

- ⌚ 随时申请 实时放款
- 📅 按日计息 随借随还
- 📉 利率更低 日利率低至万2
- 🏠 借款起点低至500元
- 📁 质押品类多元化
- 📈 资产越多 额度越高

·为什么需要“财富贷”?·

张阿姨买了1年期限的理财产品，还有2个月就到期限兑付了，这时得知儿子拿到了美国名校的录取通知，需要一笔钱用来交学费，张阿姨急得不知道如何是好。

查看可质押产品

数据来源：微众银行官网，微众银行APP

表 33: 微粒贷业务模式及运营数据

腾讯微粒贷	
收入来源	利息收入
用户数	截止 17Q1，微粒贷用户数 2,000 万+
贷款额度 (人民币)	500-300,000
放贷额	截止 17Q1，微粒贷放贷额 3,000 亿元+；截至 2017 年底贷款余额超人民币 1,000 亿元
贷款费率	日利率 0.02%~0.05%，年化利率约 18% (按 0.05%)。
商业模式	微粒贷业务采取与其他银行合作的模式进行。其中微众银行负责精准获客、风险管理、运营和服务，同时负责承担风险，利息收入则与合作银行分享。

数据来源：微众银行官网，2015年6月上海金融与法律研究院主办的鸿儒论道活动微众银行副行长黄黎明发言，2017年6月科技金融发展论坛微众银行首席运营官万军演讲，广发证券发展研究中心

#### (4) 保险：微保

微保是腾讯首家筹建并控股的保险平台，微保携手国内知名保险公司，让用户可以在微信与QQ平台上进行保险购买、查询以及理赔服务。微民保险由腾讯持股57.8%，于2017年10月获批经营保险代理业务，微保平台于2017年11月上线。微保承载腾讯平台的大数据能力，将传统保险业务与互联网技术相结合，实现精准营销，提升保险渗透率，同时降低骗保率。

微保目前上线微医保、微车保和微出行3个保险板块，推出医疗险、重疾险、机动车商业险、机动车交强险、驾乘意外险、航空意外险及航空延误险等保险产品。微医保是微保联合泰康在线为用户定制的首款健康保险产品；微出行是微保联合中美联泰大都会人寿、易安保险推出的出行类保险产品；微车保目前已与安盛天平财险、大地保险及人保财险三家财险公司合作。微保会继续挖掘腾讯本身跟保险相关的一些场景和数据，补齐不同险种。

此外在保险领域，腾讯还参股众安在线（持股10.2%）、和泰人寿（持股15%）、英华杰人寿（持股20%）。

#### (5) 证券：腾讯微证券、自选股

在证券领域，腾讯通过入股中金公司间接获得境内互联网券商牌照，并已拥有腾讯自选股和微证券两个证券理财产品。2017年9月20日，腾讯以28.6亿港元认购中金公司新发行股份，获其4.95%股权并成为第三大股东，此次认购中，腾讯间接获得境内券商牌照。目前腾讯已上线腾讯自选股APP和微证券公众号，为投资者提供证券理财服务。腾讯多次领投富途证券，富途证券是香港证监会认可的持牌法团，主要为投资者提供美港股的交易、及证券相关的账户管理的服务。

腾讯自选股APP是一款简洁易用的个人股票看盘软件，涵盖沪深港美全市场实时行情，即时推送股价提醒消息，并提供24小时不间断全球财经资讯。

腾讯微证券是在互联网+和连接一切的理念下，由合作证券公司提供开户、交易、查询等证券服务。目前，微证券服务方包括招商证券和华林证券。在微证券公众号中，用户可以查看个股详情、添加/删除“我的自选股”以及设置价格提醒等。

图 114：腾讯自选股 APP



数据来源：腾讯自选股APP，广发证券发展研究中心

图 115: 腾讯微证券



数据来源：腾讯微证券公众号，广发证券发展研究中心

### (6) 征信：腾讯信用

腾讯信用是独立第三方征信机构腾讯征信推出的个人征信管理平台，分数是基于用户在腾讯系平台的互联网数据，通过“履约、安全、财富、消费、社交”五大维度，运用大数据等先进、专业技术综合评估得出的。目前腾讯信用公测结束，还未对外开放。

在腾讯信用，不仅能查询并管理信用，而且能享受到分数带来的金融与生活信用服务。金融信用服务包括现金借贷、消费分期、先用后付、申请信用卡等；生活信用服务包括ETC先通行后付费、免押骑行、免押租玩具、一万开新车等。

对比来看，蚂蚁金服芝麻信用于2015年1月28日正式上线，通过创新技术链接多维应用场景，致力于解决消费者和商家之间的信任问题，构建互信互惠的商业环境。目前芝麻信用已提供包括借物、出行、金融、住宿及通信等多方面信用消费场景；同时，芝麻信用帮助商家重构体验、提高效率、降低风险、扩大销量，让商家也享受信用红利。

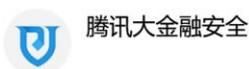
### (7) 金融技术服务：腾讯云、腾讯大金融安全、腾讯区块链

除了发展金融业务，腾讯也已布局金融科技领域，为其金融业务提供支撑。

图 116: 腾讯主要金融服务



腾讯金融云为金融行业量身定制云计算服务，具备低成本高性能、高可用、安全合规的特性，助力金融互联网创新，打造智慧金融。根据用户对合规性、隔离性等不同要求，提供三种金融云模式：公有云、金融专区和金融专有云。已经为寿康人寿、富途证券、广发证券、中金在线等公司提供云服务。



守护中国数亿互联网用户的金融安全，为微信支付、QQ钱包、理财通等腾讯互联网金融产品提供安全技术支持、风险控制解决方案的金融级智能安全防控平台。



在区块链底层平台的基础上，通过第二层平台服务层（数字资产、鉴证服务、共享账本和分享经济），为银行、保险、证券、供应链等提供解决方案。

数据来源：腾讯官网，广发证券发展研究中心

## 2、行业和公司比较：以支付为核心，连接金融生态圈

腾讯与阿里借助各自优势在金融领域广泛布局，成为国内互联网金融领域强有力的领导者。我们通过对腾讯金融领域与蚂蚁金服在用户、各业务发展等方面的情况，以及从全球可比公司角度，分析腾讯金融的空间与估值。

### (1) 支付：互联网金融生态核心

表 34：腾讯金融、蚂蚁金服、PayPal 及 Visa 对比

对比项	微信支付/腾讯金融	支付宝/蚂蚁金服	PayPal	VISA
市值			约 1,050 亿美元	约 2,800 亿美元
用户数	微信用户超 10 亿 (2018.01)，微信支付绑卡用户超 8 亿 (2017.12)，接入超 100 万家零售商	蚂蚁金服用户数 6.22 亿，其中支付宝用户数达 5.2 亿，收钱码商家超 4 千万 (2017)；与全球合作伙伴服务全球 8.7 亿活跃用户，国内活跃用户 5.52 亿 (2018.03)	全球活跃用户数超 2.37 亿 (2018.03)，截至 17Q3 商业账户超过 1,700 万	Visa 卡数量达 31.4 亿张 (2017.06)，拥有 4,400 万合作商户
市场份额	在国内第三方移动支付中市占率 40%	在国内第三方移动支付中市占率 54%	美国市占率大概在 70% 以上	结算金额全球市占率 32%，竞争者包括银联 (33%)、万事达等
交易额	17Q4 红包交易总额同比增长、转账同比增长，线下交易总量同比增长超 1 倍。17Q3 财付通交易规模约 12.5 万亿元人民币。	17Q3 支付宝交易规模约 17.1 万亿元人民币	2017 年全年交易次数为 76 亿次，总交易额 4,510 亿美元，每活跃用户年均交易约 34 次。17Q4 处理金额 1,314 亿美元	2017 财年交易额 7.3 万亿美元，完成 1,112 亿次交易，每张卡年均交易 35 次，年均交易额约 2,300 美元。
业务范围	移动支付、理财、消费信贷、保险、证券、金融科技等多项业务		主要为支付业务	借记卡服务、信用卡服务、预付卡、商业解决方案、ATM
财务情况	2017 年支付及云服务毛利润 14.5 亿美元	2017 年 (自然年) 蚂蚁金服税前净利润约 19.6 亿美元 (根据阿里财报估算)	2017 年收入 131 亿美元，税前利润 22 亿美元，净利润 18 亿美元	2017 财年收入 184 亿美元，税前利润 117 亿美元，净利润 67 亿美元，调整后净利润 83 亿美元。
商业模式及利润来源	以支付为核心，发展互联网理财、信贷等业务，并获取大数据价值		专注于支付业务，主要收入来源为交易手续费 (收入占比 87%) 及增值服务	连接消费者、商家、发卡银行和结算者，为银行提供授权、清算、交割等服务，主要向发卡行和收单行收取服务费和资讯费，主要利润来源为服务费、数据处理费、国际交易
交易手续费率	支付费率 0.6% (特殊类目为 1%)； 超额提现费率为 0.1%； 信用卡还款手续费费率为 0.1%。	支付费率 0.6% (特殊类目为 1.2%)； 超额提现费率为 0.1%	商家费率 2.9%~4.4%+0.3 美元，交易额越大，费率越低； 提现手续费率 0~1.2%； 货币兑换费：加价 2.5%	

数据来源：各公司财报，各公司官网，艾瑞咨询，2018 年微信支付合作伙伴大会，广发证券发展研究中心

**移动支付是腾讯布局金融板块的核心和入口，定位做连接器。**在国内第三方移动支付市场上，微信支付和支付宝占据主导地位，形成双寡头，双方各自形成以支付为核心和入口的金融生态圈。全球对比看，PayPal是全球线上支付巨头，基于电子邮件进行支付、收款，苹果Apple Pay基于苹果手机进行移动支付，Visa是全球信用卡品牌和支付技术公司。

**我们从市值、用户、市场份额、交易额、业务范围、财务情况、商业模式和利润来源、手续费率等角度对全球主要支付公司进行对比。**

**用户数和交易额对比：国内微信支付市占率仅次于支付宝，双方仍在加大推广力度，在用户和交易规模上均比PayPal要高出几倍，而交易规模直追Visa。**

**微信支付：**截至2017年12月绑卡用户超8亿，根据艾瑞数据，微信支付在国内第三方移动支付中市占率40%，17Q3财付通交易规模约12.5万亿元人民币。

**支付宝：**截至2018年3月与全球合作伙伴为全球8.7亿活跃用户提供服务，其中国内活跃用户5.52亿，支付宝截至2017年底超4千万商户开通收钱码，国内移动支付市占率54%，17Q3交易规模17.1万亿元人民币。

**PayPal：**截至18Q1全球活跃用户数超2.37亿，截至17Q3商业账户超过1,700万，2017年全年交易次数为76亿次，总交易额4,510亿美元，每活跃用户交易约34次，17Q4处理金额1,314亿美元。

**Visa：**截至2017年6月Visa全球发卡数量达31.4亿张，2017财年交易额7.3万亿美元，完成1,112亿次交易，Visa基于全球业务、以及覆盖线上线下交易，因此交易额和交易频次比PayPal要高。

**财务情况：蚂蚁金服税前利润直追PayPal，微信支付未单独披露支付业务收入和利润情况，不过2016年以来支付及云服务业务增长非常迅速。腾讯：**支付和云服务业务2017年实现收入66.3亿美元，毛利润14.5亿美元，主要由支付和互联网金融业务产生。**阿里：**根据阿里财报估算，蚂蚁金服2017年（自然年）税前净利润约19.6亿美元。**PayPal：**2017年收入131亿美元，税前利润22亿美元，净利润18亿美元。**Visa：**2017财年收入184亿美元，税前利润117亿美元，净利润67亿美元，调整后净利润83亿美元。

**商业模式及支付费率：腾讯金融板块和蚂蚁金服以支付为核心，布局理财、消费信贷、银行、保险、证券、金融科技、线下商业等多项业务，主要收入来源包括支付（支付费率、提现费率）、佣金或渠道费（理财、保险）、消费信贷等；PayPal主要收入来源于交易手续费（收入占比87%）及增值服务；Visa连接消费者、商家、发卡银行和结算者，为银行提供授权、清算、交割等服务，主要向发卡行和收单行收取服务费和资讯费，主要利润来源为服务费（收入占比44%）、数据处理费（占43%）、国际交易（占34%）。**

**支付费率角度，**微信支付和支付宝对大多数商业类目的支付费率均为0.6%，少数特殊类目收取1.0%或1.2%，相较而言，PayPal支付费率要高不少，商家费率为2.9%~4.4%+0.3美元，交易额越大，费率越低。Visa卡刷卡费率通常为2%。另外银联的刷卡费率约0.5%~4%（其中零售业在0.8%~1%）。

**提现费率：**微信支付每用户享有1,000元人民币免费提现额度，超额提现手续费为0.1%，支付宝超额提现手续费为0.1%，PayPal为0~1.2%。

**综上，从支付业务看**，目前微信支付和支付宝用户和交易规模都比PayPal大，交易规模追上Visa；**变现方面**，PayPal和Visa由于业务成熟，具全球竞争优势，费率更高，利润稳健增长，微信支付和支付宝仍在市场扩张阶段和商业摸索期，还未大规模变现；**从业务角度**，腾讯金融、蚂蚁金服以支付为核心构建金融和商业生态，较PayPal和Visa具有更高壁垒和变现潜力。**PayPal市值超1,000亿美元，Visa市值约2,800亿美元，蚂蚁金服6月份新一轮融资140亿美元，我们认为微信支付/腾讯互联网金融板块估值超1,000亿美元。**

**从PS、PE和单用户估值看**，截至7月15日，PayPal和VISA 2019年PS分别为5.8倍和12.5倍，2019年PE分别为39倍和24倍，PayPal的2017年单用户估值为438美元，VISA单卡估值91美元。

**表 35: 支付公司估值参考**

公司	总市值 (亿美元)	总营业收入 (亿美元)			归属普通股股东净利润 (亿美元)			PE			PS		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
PayPal	1,038	131	154	178	18	21	27	57.8	48.5	39.0	7.9	6.7	5.8
Visa	2,864	184	207	230	67	105	119	42.8	27.4	24.0	15.6	13.9	12.5

资料来源：各公司财报，Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

备注：股价为截至2018年7月20日最新收盘价；Visa财年截至9月30日

**表 36: 支付公司用户估值参考**

公司	总市值(亿美元)	用户/卡数 (亿)	2017 财年收入 (亿美元)	单用户/卡估值 (美元)	单用户收入 (美元)
PayPal	1,038	2.37	131	438	55.2
Visa	2,864	31.4	184	91	5.8

资料来源：各公司财报，Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

备注：股价为截至2018年7月20日最新收盘价；Visa财年截至9月30日

**表 37: 腾讯和蚂蚁金服持有金融牌照对比**

牌照 公司	银行	证券	基金	基金销售	保险	保险中介	信托	期货	第三方支付	小额贷款	征信
腾讯	√	√	×	√	√	√	×	×	√	√	√
蚂蚁金服	√	×	√	√	√	√	×	×	√	√	√

数据来源：各公司网站，广发证券发展研究中心

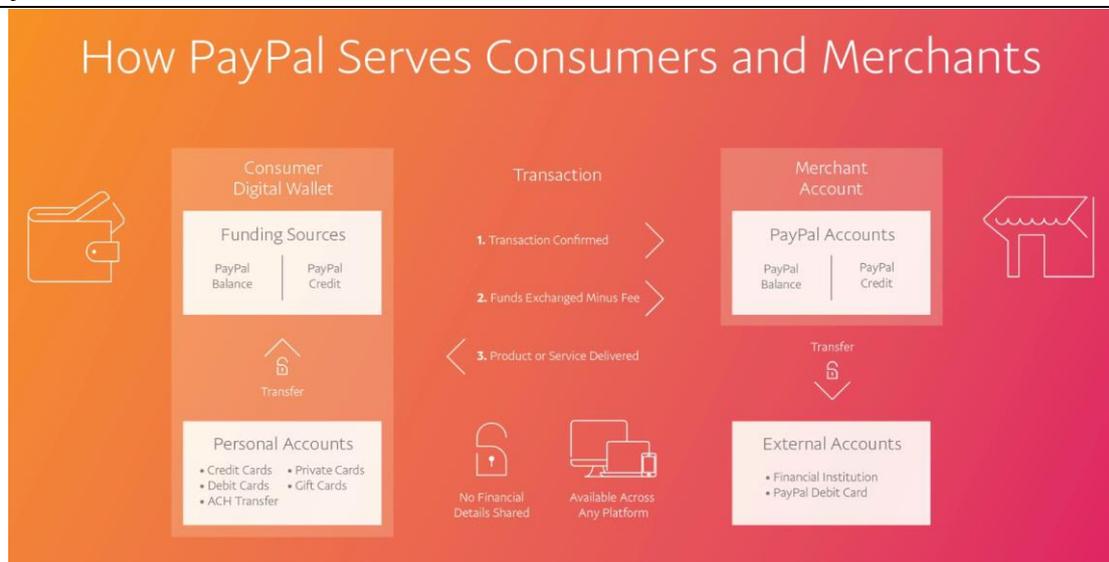
表 38: 腾讯互联网金融和蚂蚁金服业务对比

	腾讯互联网金融	蚂蚁金服	可比公司参考
<b>业务体系</b>	以支付(微信支付、QQ钱包)为核心,覆盖理财(理财通)、信贷(微粒贷)、银行(微众银行)、保险(微保)、证券(腾讯微证券、自选股)、征信(腾讯信用)和金融服务(腾讯金融云、腾讯大金融安全和区块链)	5大业务体系:支付(支付宝)、财富管理(蚂蚁财富、余额宝)、融资服务(花呗、借呗)、保险(保险服务)、信用服务(芝麻信用)	
<b>支付</b>			
用户	微信支付绑卡用户超 8 亿 (2017.12)	支付宝国内用户 5.2 亿 (2017.12); 服务 8.7 亿全球用户, 国内活跃用户 5.52 亿 (2018.03)	PayPal 市值约 1 千亿美元
交易额	17Q3 财付通交易规模约 12.5 万亿元人民币 (艾瑞数据)	17Q3 支付宝交易规模约 17.1 万亿元人民币 (艾瑞数据)	
手续费	0.6% (特殊类目为 1%)	0.6% (特殊类目为 1.2%)	
提现费率	0.1%	0.1%	
信用卡还款费率	0.1% (2018 年 8 月 1 日起)		
<b>财富管理</b>	理财通、零钱通、基金销售	余额宝、天弘基金	
用户	理财通总用户 1.4 亿	余额宝用户超 3.25 亿 (2017.03)	
管理资产规模	截至 2018 年 1 月财付通管理资产累计超 3 千亿元	余额宝资产管理规模 1.58 万亿元 (2017.12); 总资产管理规模 2.2 万亿元 (2018.05)	
<b>银行</b>	微众银行 (持股 30%, 截至 2017 年 9 月末微众银行累计发放贷款超过 6 千亿元人民币, 贷款不良率仅 0.47%)	网商银行 (持股 30%, 2017 年下半年, 已有超过 155 万线下小微经营者获得贷款; 截至 2016 年 12 月底累计提供信贷资金 879 亿元; 贷款不良率 0.78%)	
<b>信贷</b>	微粒贷截至 2017 年年底管理的贷款余额超 1 千亿元人民币。		
资金来源	微众银行与 22 家金融机构联合推出贷款, 微粒贷贷款中 80% 的资金由合作银行提供 (2016.04)	此前以发行 ABS 为主来筹集资金, 2018 年开始注重与金融机构合作。截至 2018 年 6 月底花呗+借呗 ABS 存量约 3,717 亿元 (数据来自 Wind)	
利率	日利率 0.02%-0.05% (微粒贷)	日利率 0.015%-0.06%	
<b>保险</b>	微民保险 (持股 57.8%)、众安保险 (第 2 大股东)、和泰人寿 (二股东)	众安保险 (第 1 大股东)、信美人寿相互保险社 (大股东)、国泰产险 (持股 51%)	美国 AIG 市值 505 亿美元
<b>证券</b>	微证券、自选股; 中金、富途	云峰证券	
<b>信用服务</b>	腾讯信用	芝麻信用	Fico 市值约 52 亿美元

数据来源: 各公司财报, 公司官网, 艾瑞咨询, Wind, 广发证券发展研究中心 注: 货币无特别说明均为人民币

PayPal是基于电子邮件的支付、收款方式，是全球广泛使用的电子钱包。业务覆盖200多个国家，支持用户以100多种货币接收和支付款项。截止2017年底，PayPal活跃用户达2.27亿个，全年交易76亿笔，总交易额为4,510亿美元；与2016年相比，活跃用户、交易笔数以及总支付额增长率分别为15%、24%、27%。

图 117: PayPal 商业模式



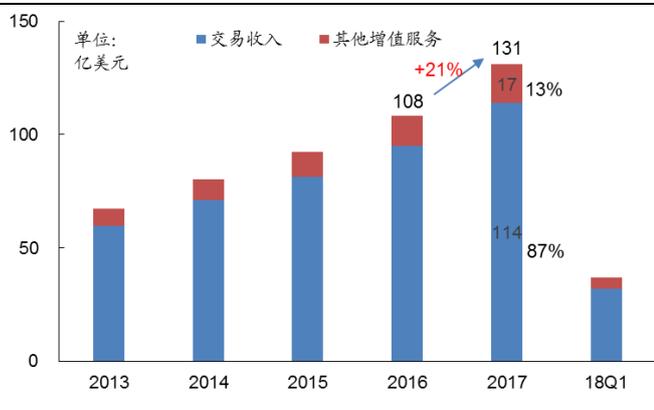
数据来源: PayPal 2016年财报, 广发证券发展研究中心

图 118: PayPal 收入来源

- 交易手续费** 通过提过交易平台及交易服务收取手续费，这一收入主要取决于交易流量
- 换汇手续费** PayPal有相当大的国际业务，可以支持超过100种货币购买商品，而可以支持在PayPal账户中存放25种货币，而PayPal会对货币的兑换收取手续费
- 其他服务费** 通过为消费者或商户提供增值服务赚取利润，如PayPal信用卡和网关服务

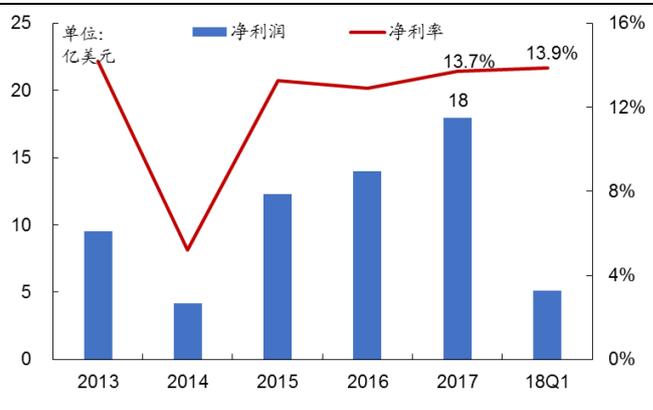
数据来源: PayPal 2017年财报, 广发证券发展研究中心

图 119: PayPal 收入及构成



数据来源: PayPal 财报, 广发证券发展研究中心

图 120: PayPal 净利润及净利率



数据来源: PayPal 财报, 广发证券发展研究中心

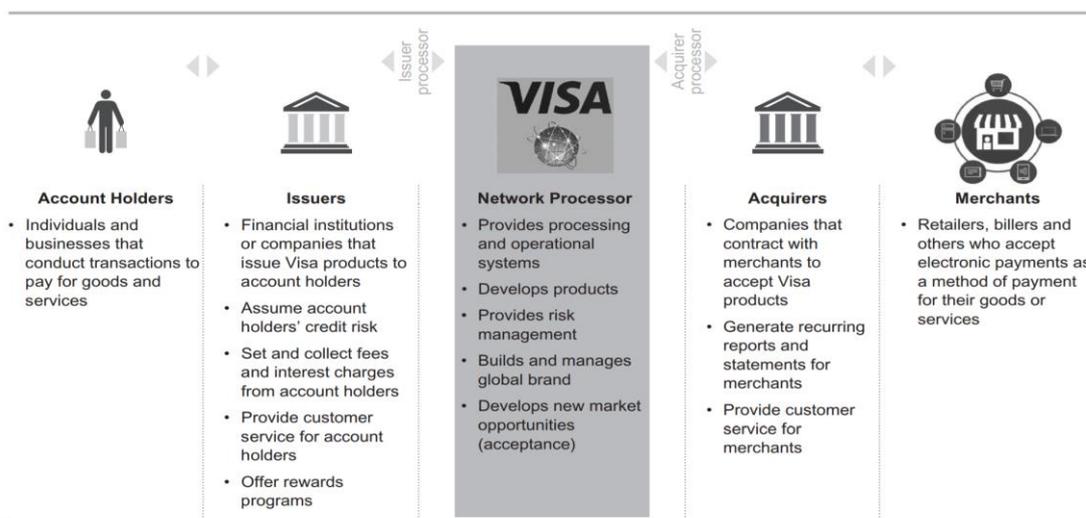
图 121: PayPal 2017 年关键营业数据



数据来源: PayPal 2017年财报, 广发证券发展研究中心

Visa是全球支付技术公司, 连接全球200多个国家和地区的消费者、企业、金融机构和政府, 是商家与银行之间、发卡行与接单行之间的衔接者。Visa为银行提供授权、清算、交割等服务, 并向银行收取的服务费用和咨询费用。

图 122: Visa 商业模式



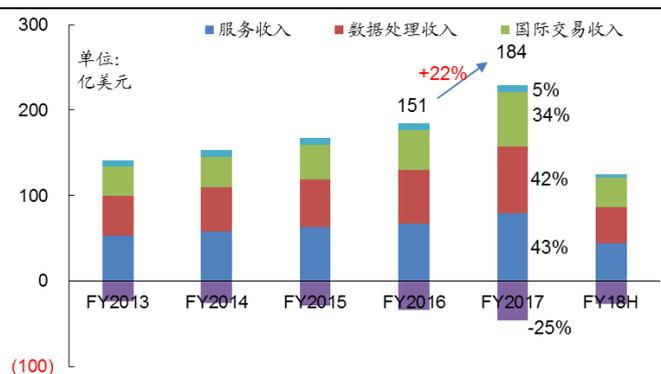
数据来源: Visa 2017年财报, 广发证券发展研究中心

表 39: Visa 核心产品与服务

产品或服务	业务说明
借记卡服务 (Debit)	发卡行发行借记卡供消费者使用, Visa 向发卡行提供交易处理、接收服务、风险管理工具和服务以及行业专业服务, 帮其更好完善借记卡服务。
信用卡服务 (Credit)	信用卡由金融机构发行, 并由金融机构向消费者提供信贷服务。Visa 提供专业的技术、授权、防欺诈软件以及品牌支持等服务来帮助和支持发卡行的信贷业务。同时, Visa 还将给合作伙伴提供产品设计、消费者分析、以及用户体验等服务来帮助金融机构满足客户需求。
预付卡 (Prepaid)	包括通用预付卡、工资预付卡、政府福利预付卡和医疗预付卡等。
商业解决方案	Visa 提供各主要行业的支付解决方案。
Global ATM	在全球超过 200 个国家和地区提供 ATM 服务。

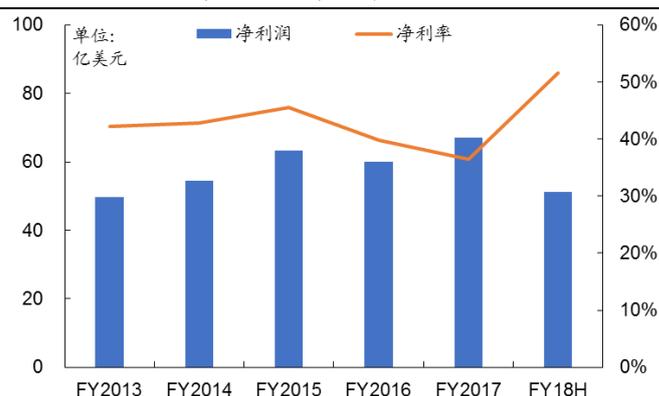
数据来源: Visa 2017年财报, 广发证券发展研究中心

图 123: Visa 收入及构成



数据来源: Visa 财报, 广发证券发展研究中心

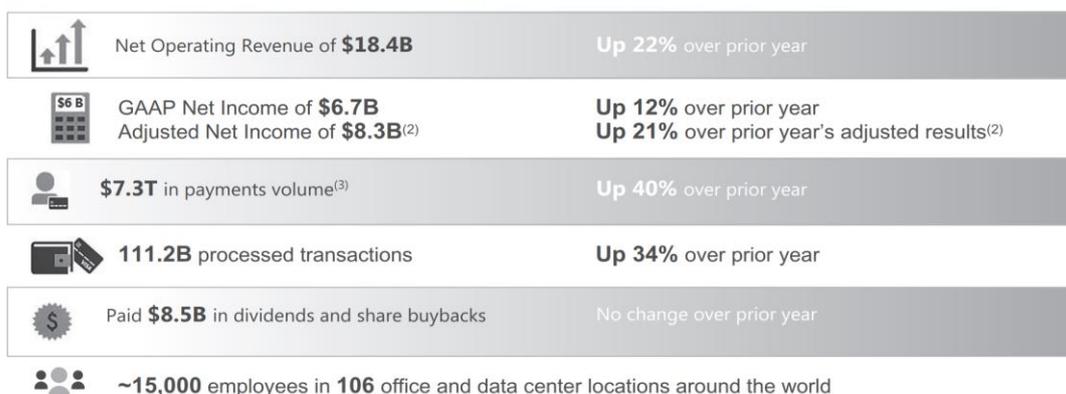
图 124: Visa 净利润及净利率



数据来源: Visa 财报, 广发证券发展研究中心

图 125: Visa 2017 财年关键营业数据

Fiscal 2017 Key Statistics (including Visa Europe)<sup>(1)</sup>



<sup>(1)</sup> Figures and period-over-period percentages reflect the inclusion of Visa Europe for the full year of fiscal 2017. We acquired Visa Europe on June 21, 2016.

<sup>(2)</sup> Please see Item 7—Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations for a reconciliation of our adjusted financial results.

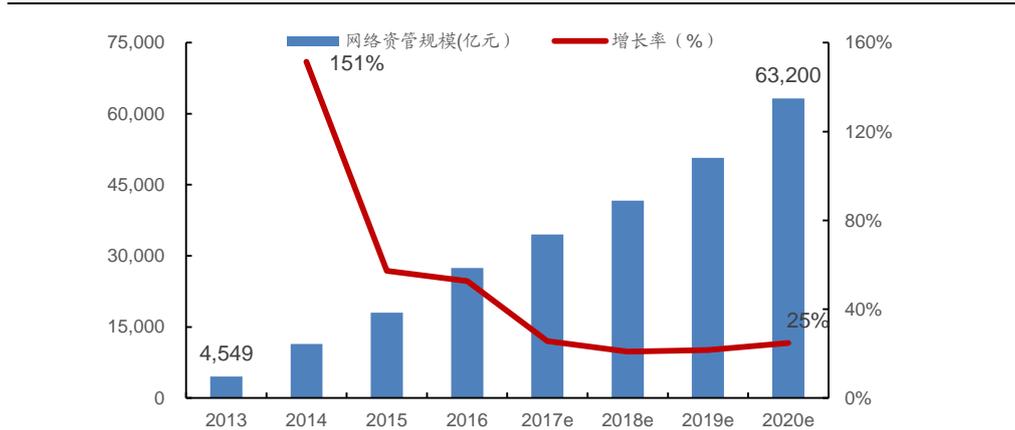
<sup>(3)</sup> For the 12 months ended June 30, 2017, upon which fiscal 2017 service revenues are based.

数据来源: Visa 2017年财报, 广发证券发展研究中心

## (2) 理财: 平台代销为主

随着移动支付的普及, 传统理财业务逐渐转为线上且增长迅速, 目前国内互联网理财平台多为金融产品代销模式。根据艾瑞咨询, 2017年中国网络资产规模接近3.5万亿。国内互联网公司、保险、基金和券商等机构各自搭建互联网理财平台。互联网理财平台商业模式大多为简单直接的代销模式, 即为理财产品B2C销售平台。各互联网理财平台的主要收入来源是代销佣金, 成本主要在运营和支付两个方面产生。

图 126: 2013-2020 年中国网络资管规模



数据来源: 中国人民银行, 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

表 40: 理财通、蚂蚁财富、嘉信理财对比

公司	用户数	主要产品和功能	资产管理规模	收入	业务模式
理财通	截止 2018 年 1 月, 用户数突破 1 亿	固定收益、股票、债券和基金等金融产品; 工资定投、梦想计划、指数定投、信用卡还款理财、还房贷理财等产品功能	截止 2018 年 1 月, 资产管理规模超过 3000 亿人民币	N/A	平台代销
蚂蚁财富	截止 2017 年 3 月, 余额宝用户超 3.25 亿	固定收益、股票、债券和基金等金融产品, 同时还可获得财经资讯、市场行情、社区交流等服务	截止 2017 年末, 余额宝资产管理规模为 1.58 万亿人民币	N/A	平台代销
嘉信理财 (美国)	截止 2017 年 12 月底, 活跃经纪账户数 0.108 亿	向个人投资者和独立投资顾问提供全方位的财富管理、证券经纪、银行、货币管理、托管和财务咨询服务	截止 2017 年 12 月底, 客户总资产 3.36 万亿美元, 共同基金和 ETF 3.45 亿美元	截止 2017 年 12 月底, 收入 86.18 亿美元	结合资产管理、经纪业务、银行和金融服务的在线理财平台

数据来源: 财付通官网, 蚂蚁金服官网, 天弘基金官网, 嘉信理财 2017 年财报, 广发证券发展研究中心

图 127: 国内主要互联网理财平台



+银行、保险、基金、券商机构自建互联网理财平台

数据来源: 各公司网站, 广发证券发展研究中心

相比于国内互联网金融平台代销的商业模式，国外互联网金融平台更贴近于资产管理本质，提供灵活的资产配置，并提供更有针对性的理财服务，不仅限于产品代销。

表 41：国外互联网理财平台业务概览

平台定位	业务类型	描述	代表公司
资产配置 与建议	低成本在线账户管理	费率结构简单，根据客户风险和财务目标，提供投资建议及 ETF 组合	
	可定制的投资组合	提供传统共同基金或 ETF 产品的替代方案，投资者可定制属于自己的基金，并拥有基金持有的证券资产	
	线上专属财务顾问	提供个人线上财务顾问，收取较低管理费	
特定财务 需求	退休计划	分为免费及付费退休计划建议，帮助投资者在雇主赞助的计划中选择合适的基金作为投资组合	
	另类学费融资	以创新方式筹措学费：包括众筹、校友资助和以未来收入贷款	
社交社区	线上财务顾问搜索工具	通过搜索引擎和第三方点评帮助投资者查找财务顾问	
	复制专业投资者的交易	投资者能跟随或复制投资经理的交易，同时对自己的投资保持掌控权	
财务规划 与成本节约	在线财务规划和管理工具	简单易用的自助式财务规划工具，能帮助消费者规划和实现其财务目标	
	基于演算法的投资建议	将客户的各外部投资汇总，针对客户整体组合，自动提供买入\抛出\持有等投资建议	

数据来源：各公司网站，广发证券研究发展中心

### (3) 保险：以保险代销为主

互联网保险行业增量巨大，互联网巨头纷纷布局保险行业。根据中国保险行业协会数据，2017年上半年，互联网保险保费收入达1,248亿元人民币，预计全年可达2,497亿元人民币，较2016年互联网保险保费收入2,347亿元人民币，约同比增长6.37%。蚂蚁金服、腾讯、百度、京东及美团等互联网公司通过设立保险公司、收购或合作等方式拿到保险牌照。目前国内互联网公司中，蚂蚁金服和腾讯在保险领域布局最为完善。

表 42: 腾讯和蚂蚁金服保险领域概况

公司	牌照	参股/控股公司	保险销售平台	商业模式	主要产品
腾讯	√	控股微民保险（持股57.8%） 发起众安保险（二股东） 参股和泰人寿（二股东）	· 微保	与保险公司合作，代理销售各种保险产品	医疗险、重疾险、机动车商业险、机动车交强险、驾乘意外险、航空意外险及航空延误险等
阿里巴巴/蚂蚁金服	√	· 发起众安保险（大股东） · 参股信美人寿相互保险社（大股东） · 控股国泰产险（持股51%）	· 支付宝 · 蚂蚁财富		健康险、意外险、旅行险、财产险、人寿险、车险、运费险等多品类保险

数据来源：各公司网站，广发证券研究发展中心

### (4) 信贷：稳健发展中

消费金融是指以消费为目的的信用贷款，包括消费贷和现金贷，整个贷款过程均在线上完成。消费金融业务范围通常不包括汽车、住房等消费贷款，专指日常消费如衣服、房租、电子产品等小额信贷。消费贷和现金贷的划分依赖于消费场景和放贷资金流向。消费金融贷款过程包括线上申请、审核、放款及还款，提供消费金融服务的平台主要为互联网公司创办的消费金融平台和传统消费金融公司创建的互联网平台。

我国消费金融发展主要可分为启动期、增长期和整顿期3个阶段。2013~2014年为行业启动期，分期乐、京东白条、趣分期等纷纷上线；启动期的相关政策以鼓励发展为主，2015年6月，李克强召开国务院常务会开放消费金融市场准入，同月政策批准15家持牌消费金融公司。2015年4月花呗上线，同时期大量互联网金融机构、产品涌现；2016年3月，人民银行、银监会发布《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》，2016年3月的政府工作报告提出推进消费信贷管理模式和产品创新、鼓励金融机构创新消费信贷产品；在行业创新、政策鼓励的共同作用下，互联网消费金融进入增长期。然而在快速增长的背后，各类不合规经营方式层出不穷，2017年出台各项资质、业务监管政策，整个行业进入整顿期。

从2017年底开始《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》和《关于规范整顿“现金贷”

业务的通知》开启现金贷“强监管”时代，微粒贷受监管影响不大，蚂蚁金服通过调整杠杆比率、与金融机构合作联合放贷、以及从“借呗”变为“网商贷”三个措施来应对监管要求，其消费金融业务的利润也将从利差收入逐渐过渡到技术服务费收入。

2017年12月1日发布的《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》针对无场景依托、无指定用途、无客户群体限定、无抵押等特征的“现金贷”业务做出监管要求。

《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》中指出现金贷当前存在的5大问题：过度借贷、重复授信、不当催收、畸高利率、侵犯个人隐私。整顿对象包括网络小贷、P2P平台和银行业金融机构；基本原则为一切金融活动纳入监管，没有牌照不能做；规定综合利率不得高于36%的利率红线；规定网络小贷公司暂停发放无场景、无用途的现金贷，P2P平台不能撮合现金贷，未来一段时间只有银行业金融机构可以直接从事现金贷业务；卡住现金贷资金来源，严控从业机构加杠杆；网络小贷不得对接互联网平台、P2P和地方交易所，ABS融资必须纳入表内计算，银行不能投资现金贷为基础资产的ABS产品；校园贷和首付贷被禁止，银行不能购买校园贷、首付贷为底层资产的ABS；谨慎使用“数据驱动”的风控模型；禁止银行和无牌照机构合作放贷；网络小贷牌照存量整改，不能再批新的公司；不得暴力催收，加强客户信息安全保护。

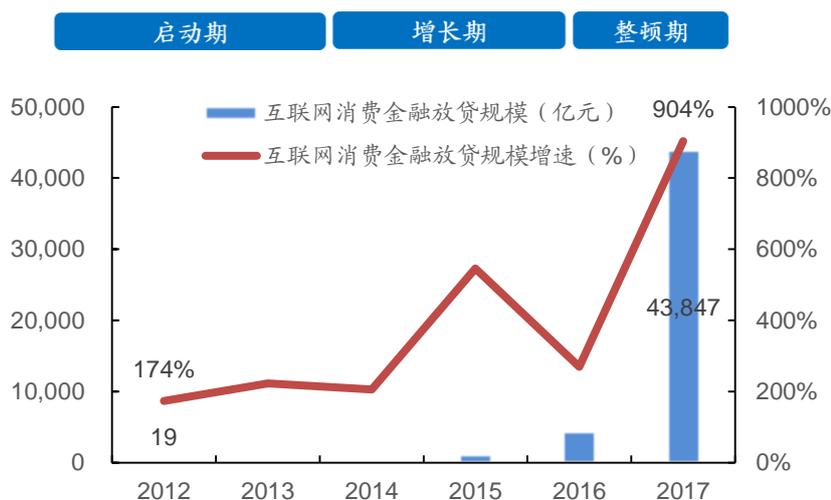
2018年3月28日中央全面深化改革委员会第一次会议通过《关于加强非金融企业投资金融机构监督的指导意见》，会议强调加强非金融企业投资金融机构监管，要坚持问题导向，补齐监管短板，明确企业投资金融机构服务实体经济的目标，强化股东资质、股权结构、投资资金、公司治理和关联交易监管，加强企业与金融业的隔离，防范风险跨机构跨业态传递。

据2016年4月微众银行副行长黄黎明在银监会例行发布会发言，微众银行与22家金融机构联合推出贷款，新发的微粒贷贷款中80%的资金由合作银行提供。同时，微粒贷目前用户较少，故强监管对微粒贷业务影响较小。

在这两项强监管规定下，蚂蚁金服的商业模式也在发生改变。蚂蚁金服的消费金融业务主要通过小贷公司开展，分别为重庆蚂蚁商城小贷公司和重庆蚂蚁小微小贷公司，这两家小贷公司以发行ABS为主来筹集资金。《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》中严控网络小贷公司杠杆率，并且要满足各地规定的杠杆率。根据《重庆市小额贷款公司融资监管暂行办法》，小贷公司的各项融资余额不得超过公司资本净额的2.3倍。出于杠杆率的限制，蚂蚁金服首先降低ABS发行量，根据Wind ABS数据库，2018年上半年花呗+借呗发行ABS产品总金额为445亿元人民币，较2017年上半年发行的874亿元人民币，减少49%；第二，蚂蚁金服开始和金融机构合作，推广联合贷款模式，蚂蚁金服在3月21日“2018消费金融行业新趋势”论坛上表示将严格按照新规要求，由金融机构自主风控，蚂蚁金服也会做风险评估，但审批额度以机构终审结果为准，蚂蚁金服不会兜底，这表明其消费金融收入来源将从信用利差逐渐转变为技术服务费；第三，蚂蚁金服将部分用户的借呗调整为网商贷，网商贷为针对企业的贷款，为经营类贷款，从而与现金贷撇清关系。

消费金融按照消费场景和放贷资金流向来划分，主要可分为消费贷和现金贷。放贷资金直接划入消费场景中为消费贷，如花呗；放贷资金直接划入申请借款用户账户，无场景依托则为现金贷，如借呗。消费贷一般依托于电商平台或是合作商户消费场景中，对场景要求很高，腾讯在此业务上无明显优势。现金贷较为灵活，不依靠场景获利，腾讯未来在该业务上可能拥有与蚂蚁金服抗衡的能力。

图 128: 2012-2017 中国互联网金融放贷规模及增速



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

表 43: 腾讯金融和蚂蚁金服信贷业务对比 (截止 2018 年 4 月)

项目	微众银行	蚂蚁金服
业务简介	包括微粒贷、微车贷、财富贷三种个人消费金融贷款, 以及针对企业用户的微业贷。微粒贷于 2015 年 5 月在手机 QQ 上线, 同年 9 月在微信上线, 目前采用用户邀请制。	包含花呗 (消费贷)、借呗 (现金贷) 两大消费金融产品, 分别从支付宝、淘宝吸引用户, 利用芝麻信用提供额度, 计算费率。花呗、借呗于 2015 年 4 月上线。
净利润		借呗 2017 前三季度净利润 44.93 亿元; 花呗 2017 上半年净利润 10.2 亿元
用户数 (人)	截止 17Q1, 微粒贷用户数 2000 万+	截止 2017 年 5 月, 花呗用户 1 亿+
贷款额度 (元)	微粒贷: 500-300,000	花呗: 500-50,000 借呗: 最高 300,000
放贷额	截止 2017Q1 微粒贷放贷额超 3 千亿元; 截至 2017 年底贷款余额超人民币 1 千亿元	截至 2018 年 6 月底花呗+借呗 ABS 存量合计约 3,717 亿元人民币 (数据来自 Wind)
资金来源	微众银行与 22 家金融机构联合推出贷款, 微粒贷贷款中 80% 的资金由合作银行提供 (2016.04)	此前以发行 ABS 为主来筹集资金, 2018 年开始注重与金融机构合作。
消费贷费率	N/A	花呗账单分期: 3 期---2.5% 6 期---4.5% 9 期---6.5% 12 期---8.8%
信用贷费率	日利率 0.02%-0.05% (微粒贷)	日利率 0.015%-0.06%
逾期罚息	自逾期之日起, 每天对逾期本金额外收取约定利率 50% 的罚息, 直至逾期还清	借呗: 逾期利息=逾期金额*逾期天数*利息*1.5。 花呗: 逾期费用为逾期金额*逾期天数*0.05%。

数据来源: 各公司网站, 微众银行首席运营官万军演讲, Wind, 第一消费金融, 广发证券发展研究中心

备注: 货币无特殊说明均为人民币

### (5) 金融技术服务：处于起步阶段

目前云服务和区块链在国内都处于起步阶段，各互联网公司均在布局。作为一种技术，云服务、区块链均需要与商业、实体经济结合才能发挥更大作用。目前各公司均处于起步阶段，腾讯云和腾讯区块链未来的发展空间广阔，但同时也要看腾讯对该部分的投入和支持。

表 44：国内金融云服务概览（截止 2018 年 4 月）

云服务	简介
腾讯云	腾讯金融云为金融行业量身定制云计算服务，具备低成本高性能、高可用、安全合规的特性，助力金融互联网创新，打造智慧金融。根据用户对合规性、隔离性等不同要求，提供三种金融云模式：公有云、金融专区和金融专有云。已经为寿康人寿、富途证券、广发证券、中金在线等公司提供云服务。
阿里云	金融云是服务于银行、证券、保险、基金等金融机构的行业云，采用独立的机房集群提供满足一行三会监管要求的云产品，并为金融客户提供更加专业周到的服务。在为金融机构打造的金融云之外，阿里云还为 P2P、小贷等企业提供微金融专区解决方案。微金融专区同样采取独立的集群资源，与公有云物理隔离，并享有高规格的服务。
百度云	百度金融云解决方案为银行、证券、保险以及其它金融机构提供安全可靠的 IT 基础设施、人工智能、安全防护、智能获客、大数据风控、支付等整体解决方案，为金融机构提升基础能力和服务效率提供创新的技术与服务支持。
新浪云	金融行业对信息安全要求极高，要应对海量数据存储压力，新浪云严格按照金融行业规范提供服务，第一批通过可信云认证，做到了稳定可靠，安全可控。提供独立的资源池组隔离应用，多服务器节点分布，多层防护隔离风险，联合新浪财经共同推出高质量的金融大数据，帮助用户专注业务创新，提升行业竞争力。

数据来源：各公司网站，广发证券发展研究中心

表 45：国内区块链服务概览（截止 2018 年 4 月）

公司	区块链简介
腾讯	专注于供应链金融板块，已正式发布区块链金融级解决方案 BaaS (Blockchain as a Service) 以及以腾讯区块链技术为底层打造的供应链金融服务平台“星贝云链”
阿里巴巴	主要运用于区块链于食品安全溯源、医疗行业、物流查询及消费金融场景
百度	率先将区块链技术运用于金融行业，推出区块链开放平台 BaaS，被命名为“百度 Trust”，主要用来帮助企业联盟构建属于自己的区块链网络平台，目前已支撑超过 500 亿元人民币资产的真实性问题
京东	主要将区块链运用于知识产权保护和加速器项目

数据来源：各公司网站，广发证券发展研究中心

### 3、加大移动支付场景布局，搭建支付+流量+云服务的共赢生态

腾讯加大线上、线下投资布局，持续扩大支付场景。布局线上支付、普惠金融、电子转账、线下扫码、跨境支付、智慧城市等细分领域。

#### ➤ 线上电商、商旅

在线上支付场景中，腾讯优势是社交关系链，阿里优势是电商，腾讯在红包、转账环节取得优势，同时通过投资和流量扶持方式，提升电商、商旅领域业务能力。电商：腾讯持有京东18%股权，是最大股东，投资唯品会、拼多多、每日优鲜等。商旅出行：投资同程旅游网、滴滴出行、大众点评/美团等。

表 46：国内主流电商平台支付方式（截止 2018 年 4 月）

电商/支付平台	微信支付	支付宝
淘宝/天猫	×	√
京东	√	×
亚马逊	√	√
苏宁易购	×	√
唯品会	√	×

数据来源：各公司网站，广发证券发展研究中心

#### ➤ 电子转账

**移动支付带动强社交属性的电子转账业务的发展。**微信支付通过“红包”这一项转账业务开始进入高速增长期，同时腾讯的社交属性也使得微信支付用户粘性强于支付宝用户。根据微信官方数据，2015年除夕当日微信红包收发总量达到10.1亿次，在20点到大年初一凌晨零点48分时段，春晚微信摇一摇互动总量达到110亿次；2016年猴年除夕当日微信红包的参与人数达到4.2亿人，收发总量达80.8亿个；2017年除夕至初五，微信红包收发总量达到460亿个，同比增长43.3%。**微信支付在电子转账业务上领先优势基于其渠道优势和强社交属性：**1、天然的渠道流量优势，微信已经成为国民级社交应用，使用微信转账方便且安全性高，反观支付宝，转账需要扫码或是输入支付宝账号，并且无法覆盖类似“群收款”等应用场景；2、微信的社交属性强而金融属性较弱，支付宝则为金融属性强，当金融与社交强关联之后，用户信任感随之增强。

#### ➤ 线下扫码

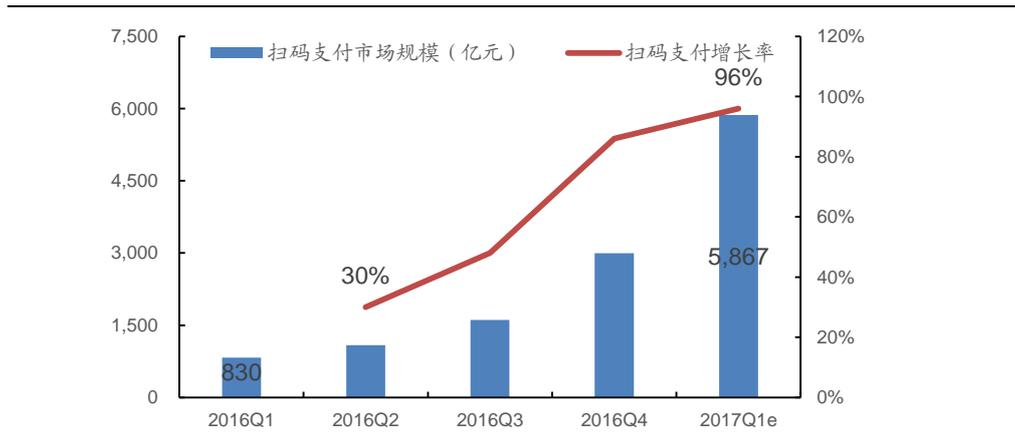
2011年支付宝推出条形码业务，此后扫码支付稳步发展。经过2014年之后移动支付的高速发展，线下扫码市场也发生高速增长。目前线下扫码已经成为用户的使用习惯，随着“无现金”化的继续发展，线下扫码将成为线下消费的主流。

图 129: 线下扫码支付发展历程



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

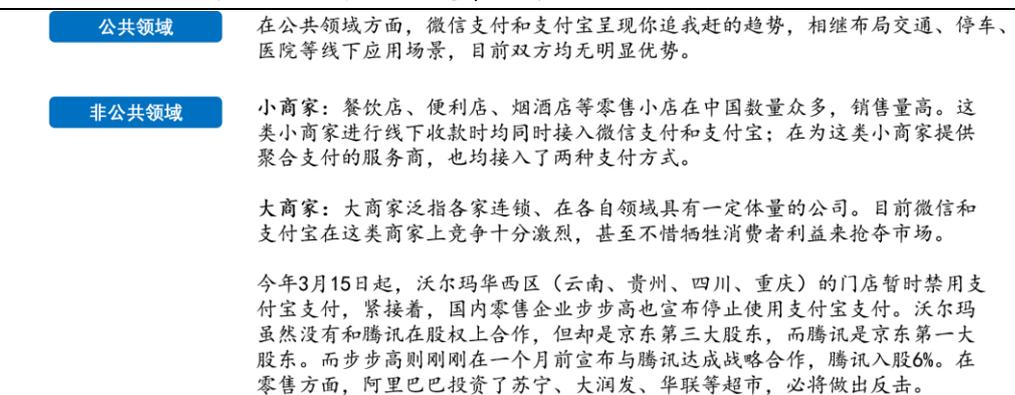
图 130: 2016Q1-2017Q1E 中国扫码支付市场规模及增长率



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

微信支付和支付宝在线下扫码业务上竞争激烈, 竞争包括线下商家抢夺和用户补贴。公共领域由于其特殊性, 微信支付和支付宝均无法获得明显优势, 未来公共领域线下支付预计将会被微信支付和支付宝共同覆盖。在非公共领域大商家方面, 微信支付和支付宝对线下市场的抢夺激烈。长期来看, 微信支付和支付宝的竞争还将继续, 并且与腾讯和阿里巴巴两者未来线下领域投资布局有关。

图 131: 微信支付和支付宝线下扫码竞争格局



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

表 47: 腾讯系和阿里巴巴零售产业投资布局 (截止 2018 年 2 月)

	公司名称	占股/轮次
腾讯&京东	美团	N/A
	步步高	腾讯 5%、京东 6%
	家乐福	战略合作
	永辉超市	腾讯 5%、京东 10%
	京东	18%
	海澜之家	5%
	每日优鲜	三轮投资
阿里巴巴	联华超市	18%
	百联集团	战略合作
	新华都	10%
	三江购物	32%
	高鑫零售	36%
	银泰商业	74%
	苏宁云商	20%
	易果生鲜	三轮投资
	居然之家	15%

数据来源: 各公司网站, 广发证券发展研究中心

### ➤ 跨境支付

随着国内移动支付竞争白热化, 微信支付和支付宝均把目光投向海外市场。微信首先将目标转向东南亚地区, 目前已经取得马来西亚第三方支付牌照。支付宝依靠收购、技术、运营支持等方式布局东南亚市场。在香港市场, 支付宝通过与长江和记合作, 实现本土化并在香港高度渗透扎根, 截止2018年4月香港支付宝用户已经超过100万, 合作商户突破1万家。

表 48: 微信支付和支付宝在东南亚及香港市场业务 (截止 2018 年 4 月)

业务	微信	支付宝
东南亚支付业务	微信已在马来西亚取得第三方支付牌照, 短期内目标仍为中国游客。	2015 年与印度移动支付公司 Paytm 展开战略合作, 经过两次增资, 目前阿里巴巴及蚂蚁金服共持有 Paytm 约 40% 的股份。·2016 年对 AscendMoney 战略投资, 推出泰国版“支付宝”。2017 年 2 月, 联合菲律宾公司 Ayala 投资 Mynt, Mynt 拥有菲律宾最大的电子钱包 Gcash。2017 年 4 月, 与印度尼西亚 Emtek 集团成立合资公司开发移动支付产品, 下一步计划服务黑莓 BBM 的用户。黑莓 BBM 是印度尼西亚最主流的聊天应用程序, 由 Emtek 的子公司运营。2017 年 5 月, 支付宝在马来西亚上线。
香港支付业务	WeChatPayHK 在 2 月的注册用户数激增 44%, 微信支付已经覆盖香港主流大型商场及连锁品牌, 其中包括海洋公园、周大福、六福珠宝、莎莎、卓悦、英皇珠宝钟表、奇华饼家、Colourmix、Aesop、MaxMara、TSI、百老汇等品牌连锁店。	2017 年 5 月, 港版支付宝 AlipayHK 上线, 目前用户已超过 100 万, 合作商户突破 1 万间。长江和记实业作为李嘉诚旗下长和系, 与阿里巴巴分别持有支付宝香港公司 50% 股份。长江和记在香港拥有 600 多家店铺, 包括地产、电力、自来水、通讯、食品、电器、美容和零售等, 覆盖人群超过 660 万人, 占整个香港人口的 90%。

数据来源: 各公司网站, 财新周刊《蚂蚁出海》, 广发证券发展研究中心

## ➤ 智慧城市

根据腾讯云2018年品牌创意视觉画面，2018年腾讯云将“AI即服务”进行整合与升级，提出“智能+”这一全新的核心理念。以支付为核心，通过云平台，腾讯云可为包括金融、教育、交通、零售、工业、物流、汽车等各行业企业提供“智能+”服务，并结合腾讯云前瞻的行业洞察，以期帮助企业实现创新升级，打造智慧城市。

**智慧零售：**2017年10月30日，马化腾在致合作伙伴的公开信中表示：腾讯以“去中心化”的方式、以及全方位的平台能力，为商家提供一个更为包容、创新和具有可持续性的智慧零售解决方案，持续地赋能广大品牌商、线下零售平台以及商业地产等相关机构。

针对数据无法流通、场景无法贯通、交易无法同步等零售企业面对的问题，微信团队提出“智慧零售解决方案”：通过提供强大的场景、大数据、云服务、数据服务、金融服务、LBS服务，以及微信支付、小程序、公众号、企业微信、广告营销等产品能力，帮助商家量身定制解决方案，实现线下门店数据化和智能化，让消费者与商品之间，实现跨场景的智慧连接。构建全渠道服务能力和个性化营销能力，实现零售行业的智慧化升级。

**智慧校园：**微信支付以支付为核心，结合小程序和公众号等渠道，打通校园内各服务，实现“智慧校园”。校园卡与微信支付、卡券、小程序等能力矩阵结合，打通学校图书馆、门禁系统、教务系统、缴费系统，实现线下支付、身份识别、点名考勤等能力，解决学生实体校园卡携带不便、线下网点排队严重等问题。通过在校园食堂扫码支付，实现不用充值也能直接代扣消费。考试科目公告、考试预约和成绩查询均通过小程序实现，成为学生的移动教务。对于学校而言，通过微信支付与校园卡的结合，能够有效降低财务清点、对账的成本，同时借助微信的消息触达能力，提升消息下发的触达率。学校可通过公众号、APP、用户主动扫码、被动扫码、免开发微信买单5种接入方式轻松接入微信支付，真正做到“无卡化”校园。

**智慧出行：**借助微信小程序和公众号等工具，实现公共交通扫码乘车。深圳已经开始利用微信支付逐步实现“智慧出行”。“深圳通二维码”支持深圳市内超过2万部公交车，即市内所有地面公交车辆均可支持“深圳通二维码”支付。采用“先消费、后支付、免密码”的支付方式，用户无需提前充值，车费支持实时和异步扣款，免去了市民在交通出行中面临的诸如排队充值、现金找零等方面的困扰。同时，深圳地铁“扫码过闸”也已经正式开放，目前仅支持微信支付。

腾讯云可以提供包括LBS、区域热力监控、车联网、防DDoS攻击及移动弱网连接等的多项支持服务，让每个人出行都“更+”便捷自在。例如，摩拜单车搭建了云端逾车载智能锁的双向通信平台，让更多的人得到了更便捷的出行体验，推动了共享单车行业的发展。

## 七、云服务：布局未来，AI和物联网载体

### 1、云计算市场处于爆发增长期，国内 IaaS 阿里居首、腾讯第 2

大数据时代，越来越多应用服务进入云端，市场对于云服务的需求不断提升。数据成为驱动数字经济发展的关键要素，云是存储、输送、加工、应用大数据的基础设施。云计算服务是一种按使用量付费的模式，将计算资源统一管理和调度，实现随时随地、便捷、按需获取IT资源（如网络、服务器、存储、应用及服务），可用于替代本地自建的IT系统，使用无处不在的网络访问服务，从而提高企业运转效率，并实现资源高效分配。云计算服务包括云主机、云空间、云开发、云测试和综合类产品等。

云计算按照服务模式可分为SaaS（软件即服务）、PaaS（平台即服务）和IaaS（基础设施即服务）三大类。SaaS（软件即服务）包含CRM、OA、ERP等各类应用，直接面向终端用户。PaaS（平台即服务）包含中间件、数据库等部分，提供封装的SDK或API接口；IaaS（基础设施即服务）包含基础设施、网络、存储、服务器等部分，为客户提供系统的基础资源支持。IaaS是云计算产业的底层规模基础，涉及大量资本投入和复杂技术研发，具有长期规模效应，故目前IaaS市场主要由大厂商占领。很多企业机构和机构已不仅满足于把数据存储和计算平台迁移到云端，简单地使用基础设施层（IaaS），而是开始深度拓展平台和软件层（PaaS和SaaS），将云看成是汇集智慧、进行创新的平台。

云计算按照部署模式可分为公有云、私有云及混合云三类。公有云通常指第三方提供商为用户提供的云计算，核心属性是共享资源服务。公有云能整合上游的服务提供者和下游最终用户，打造新的价值链和生态系统。私有云是为客户或机构单独构建，可有效控制数据、安全性和服务质量，核心属性是专有资源，可由该客户/机构或第三方管理。混合云指融合公有云和私有云的云计算，结合两种云计算的优势，灵活性高，实现统一化管理。

**用量成为数字经济重要指标，云计算快速向各行业渗透，传统产业、政务用量快速增长**

**全国“用量”快速增长。**根据腾讯研究院《2018年用量与数字经济发展报告》，2017年下半年全国“用量”（“用量”指多种IaaS服务项目、PaaS服务项目、SaaS服务项目在内的标准化后加权平均的总和）较上半年环比增长66.5%，年化增长率133.1%。2018Q1增速再上台阶，同比增长138.6%。云平台快速增长，得益于各行业对大数据和人工智能的积极拥抱，云平台是大数据、人工智能的载体，是经济社会进行数字化升级的基础设施和核心工具。

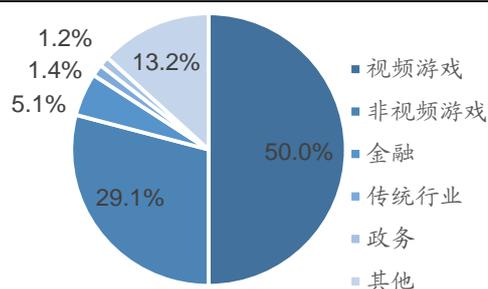
**互联网行业是国内云计算消费主力，占79%。**2017年中国互联网行业“用量”占全国总量的79.1%，互联网行业整体的“用量”保持高增长，2017年年化增速达到162%。其中，视频、游戏用量占一半，非视频游戏类用量增速更快。在互联网行业内部，占据“用量”半壁江山的视频、游戏等项目虽然仍然保持超过100%的高增速，但增速在所有行业中垫底。互联网行业中非视频游戏类业务的“用量”增速达到233.5%，几乎是视频游戏“用量”增速的两倍。到2018年第1季度，视频游戏

类互联网业务“用云量”在总“用云量”中比重降低了10个百分点。

**传统产业、政务服务“用云量”占比小，但增速快。**2017年政务服务“用云量”增长超过10倍。在云计算、大数据等新技术的驱动下，公共服务正快速实现数字化、远程化。包括制造业等实体经济在内的**传统产业**“用云量”年化增速达到**278.6%**，是2017年行业“用云量”增速第2名。非视频游戏类互联网行业“用云量”年化增速排在第三位，金融行业排在第四位。

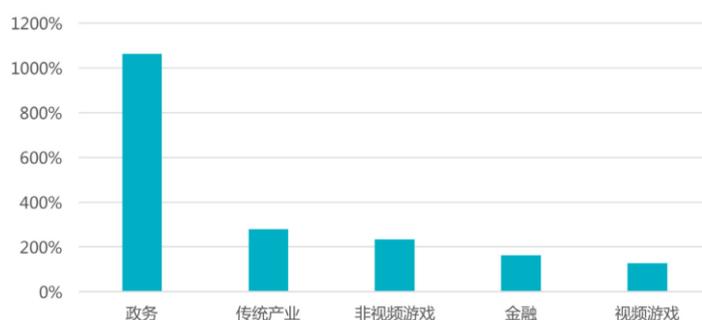
**北京、上海、深圳三地2017年全年“用云量”占全国总量的65.3%**。全国“用云量”高度集中在北京、上海、深圳、天津、广州等城市。

图 132: 2017 年“用云量”行业分布



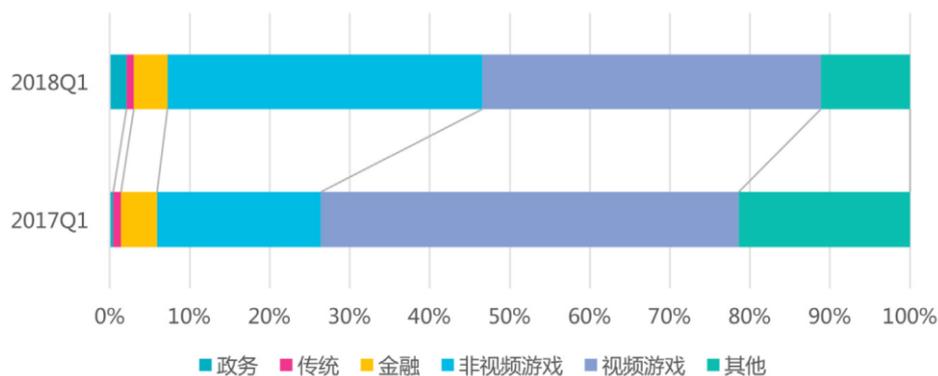
数据来源: 腾讯研究院, 广发证券发展研究中心

图 133: 2017 年各行业“用云量”年化增速



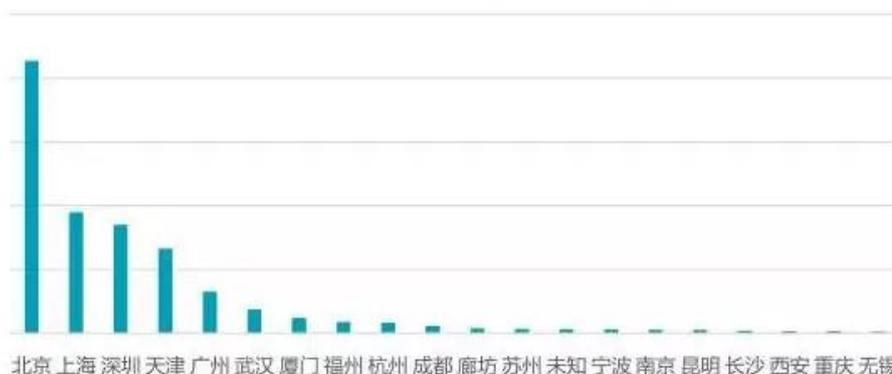
数据来源: 腾讯研究院, 广发证券发展研究中心

图 134: “用云量”行业占比变化



数据来源: 腾讯研究院, 广发证券发展研究中心

图 135: “用云量”最高的 TOP20 城市



数据来源: 腾讯研究院, 广发证券发展研究中心

国内云计算市场总体保持高速增长趋势。根据中国信息通信研究院数据, 2017年我国云计算市场规模约672亿元人民币, 同比增长30.5%, 增速高于全球平均水平。公有云: 2017年公有云计算市场规模约246亿元人民币, 同比增长45%, 预计2018-2020年中国公有云市场仍将保持高速增长态势, 到2020年市场规模将达到604亿元人民币。私有云: 2017年私有云市场规模426亿元人民币, 同比增长23%, 预计到2020年市场规模将达762亿元人民币。

图 136: 中国公有云市场规模及增速

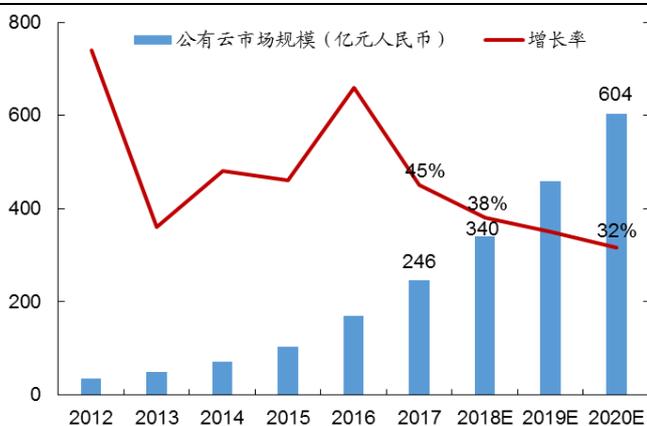
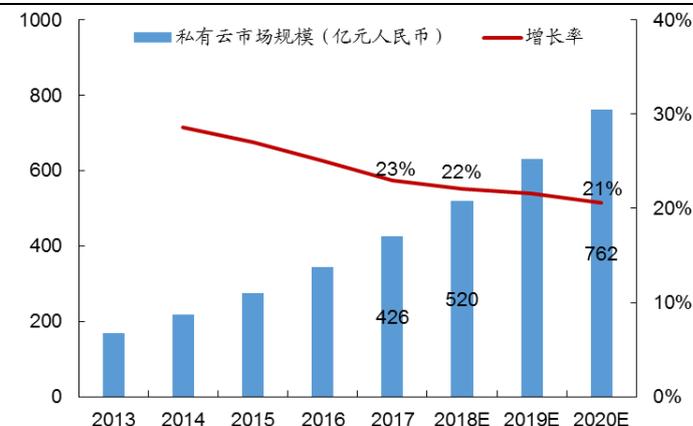


图 137: 中国私有云市场规模及增速



数据来源: 中国信息通信研究院, 广发证券发展研究中心

数据来源: 中国信息通信研究院, 广发证券发展研究中心

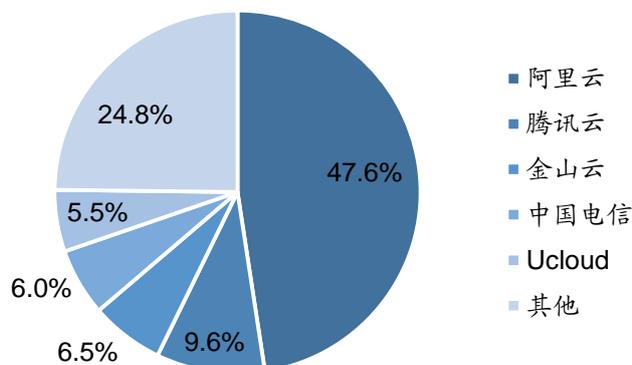
根据IDC数据, 2017年中国公有云IaaS市场保持快速增长, 上半年整体规模超过10亿美元, 同比去年增长7成。中国公有云IaaS市场中, 阿里云一家独大, 其市场份额超过后四位公司之和。阿里云2017年上半年IaaS收入约5亿美元, 占据中国IaaS市场47.6%的份额; 腾讯云位居第2, 收入约1亿美元左右, 份额为9.6%; 金山云位居第3, 收入6,839万美元, 份额6.5%; 中国电信位居第四, 营收6254万美元, 份额6%; Ucloud营收5774万美元, 排名第五, 份额5.5%。

阿里云: 18Q4财季收入44亿元人民币 (YoY +103%), 连续12个季度收入翻倍, 18Q4财季经调整EBITA为亏损3.53亿元人民币。2018财年收入134亿元人民币 (YoY +101%), 经调整EBITA为亏损8亿元人民币。截至18Q1, 覆盖全球18个地

区、运营43个可用区。根据2017年3月云栖大会深圳峰会，阿里云市场2017Q1申请合作服务商近1千家，商品超过1,000款，Array、深信服、泛微、云梦、安华金和等越来越多的软件服务商选择与阿里云合作，超过100家服务商将与现有上千企业一起，以新技术、新资源推动新实体经济的转型与崛起。

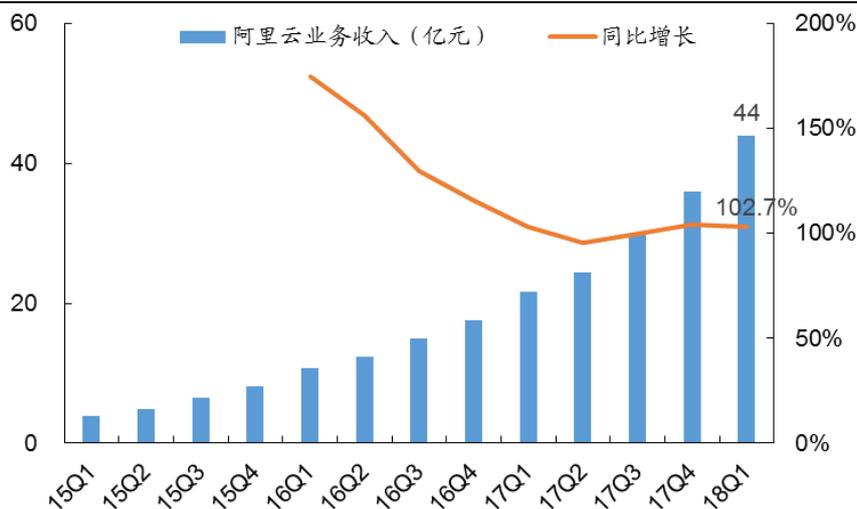
**腾讯云：**18Q1收入同比增速超100%。2016年全年同比增长超200%。截至2017年年底，覆盖全球21个地区、运营36个可用区。根据2017年6月腾讯+未来峰会，伴随腾讯云生态高速增长，腾讯云合作伙伴数量增长445%，合作伙伴的客户数量增长238%，合作伙伴业务收入增长560%。在构建合作伙伴的生态环境过程中，腾讯云利用自身卓越的互联网能力专注于做好“连接器”。腾讯云已有超过200家各类型的开发合作伙伴，通过与神马、东华、东软、中科软、长亮、思迪、中科大洋等行业领军企业合作，为交通、政务、扶贫、公安、旅游、保险、证件、工业等各行各业的客户提供解决方案。

图 138: 2017 年上半年中国公有云 IaaS 市场份额



数据来源：IDC，广发证券发展研究中心

图 139: 阿里云收入连续 12 个季度同比增速翻倍



数据来源：阿里财报，广发证券发展研究中心

表 49: 阿里云与腾讯云 IaaS 业务对比

项目	腾讯云	阿里云
产品	云块存储和云对象存储	云储存产品包括对象存储服务 (OSS) 和云盘 (块存储)
覆盖地区	截至 2017 年年底, 覆盖全球 21 个地区、运营 36 个可用区。	截至 18Q1, 覆盖全球 18 个地区、运营 43 个可用区
运营地点	腾讯云在中国北部, 东部和南部有三个地区, 并在香港和新加坡设有办事处, 支持和文档仅以普通话提供。	阿里云在中国的多个地区开展业务, 并在美国, 德国, 澳大利亚, 香港, 日本, 新加坡和阿联酋等地开展业务。在美国和中国均有本地销售。
客户举例	保持在云服务垂直领域 (包括网络游戏及视频云服务) 的领先市场地位, 扩大金融服务和政府机关客户群。针对金融、市政及零售客户的需求推出新的定制化云产品。	中石油、国泰航空、马来西亚首都吉隆坡等正在使用阿里云提供的数字化转型解决方案。其中, 马来西亚首都吉隆坡正在落地阿里云 ET 城市大脑, 辅助城市交通、规划、环保等方面的治理。
财务情况	18Q1 收入同比增速超 100%。2016 年同比增长超 200%。	18Q4 财季收入 44 亿元 (YoY +103%), 连续 12 个季度收入翻倍, 18Q4 财季经调整 EBITA 为亏损 3.53 亿元。2018 财年收入 134 亿 (YoY +101%), 经调整 EBITA 为亏损 8 亿元。
优势	<p>腾讯是一家规模庞大, 业务多元化的互联网公司, 是全球最大的游戏, 视频和社交网络服务提供商之一。自 2013 年起, 腾讯一直提供云服务, 并拥有丰富的 IaaS、大数据分析和人工智能 (AI) 服务组合。腾讯云对象存储与其提供的多种增值服务 (如转码平台和 CDN 服务) 紧密集成。</p> <p>腾讯与甲骨文、金蝶建立了战略合作伙伴关系, 甲骨文和金蝶可以转售其 SaaS 产品, 并为腾讯云上运行的应用程序提供低延迟存储访问。这利于客户维护单一供应商关系, 以及更紧密地集成 SaaS 和 IaaS 服务。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·阿里云是云 IaaS 在中国的当前市场份额领导者, 并且与大量中国数字企业、机构合作。阿里巴巴集团拥有丰富财务资源, 可以继续开拓新地区及投资阿里云的区域销售和营销服务。</li> <li>·阿里云现有的存储服务组合展示了其成为全球超大规模云提供商的潜力。阿里云不仅拥有多样化的功能, 并且已经开始建立全球数据中心。</li> <li>·在中国, 阿里巴巴已经建立了由托管服务提供商 (MSP) 和独立软件供应商 (ISV) 组成的生态系统, 并已开始吸引 MSP 和 ISV 的全球生态系统进入其国际产品。</li> </ul>

数据来源: Gartner, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

## 2、腾讯云: 实现腾讯数字化助手目标的 7 大工具之一

腾讯目标做数字化助手, 助力各行各业实现数字化转型升级, 专注做好连接、工具和生态三个角色, 云服务是 7 大工具之一。腾讯云发布作为“智能操作系统”的超级大脑, 把 AI、大数据等技术输出到各行业, 助力构建各自的超级大脑。结合腾讯与合作伙伴在行业应用中的最佳实践, 超级大脑已在医疗、城市、零售、工业、金融等越来越多的非互联网行业中落地。技术搭载云服务落地与推广: 近年来, 腾讯先后成立微信 AI 研究团队、腾讯优图实验室、AI Lab、音视频实验室、量子实验室以及机器人实验室等前沿技术团队, 将以腾讯云为出口对外开放。

腾讯云为企业和创业者提供集云计算、云数据、云运营为一体的云端服务体验, 已推出超过 130 项云产品服务, 帮助超过 100 万开发者。根据腾讯财报, 18Q1 腾讯云服务收入同比增长超 100%, 主要受游戏、视频、电子商务及 O2O 行业的增长所推

动。截至2017年年底，腾讯云的基础设施在全球覆盖21个地区，在全球运营36个可用区。腾讯云持续快速增长，保持在云计算垂直领域（包括网络游戏及视频云计算）的市场领先地位，加深在互联网行业的渗透力度并获得更多关键客户，同时扩大在金融服务行业和政府机关的客户群。

**政务方面，以广东为例**，数字广东是广东省政府今年的首要任务，腾讯整体思路是“一片云、一体化、一站式”。全省一片云的架构，以政务云平台为基础，打通各个厅局的政务大数据，通过搭建全新的公共支撑平台，为政府决策、管理创新和服务提供技术支持；政务办公一体化应用，覆盖到全省各级政府，服务每一位政府公务人员；提供一站式的民生服务，实现高频民生服务指尖办理。**阶段性成果“粤省事”**：用时半年搭建，5月21日上线，为全国首个移动民生服务平台，可提供社保医保、住房公积金服务等142项民生服务，超过1,000万PV。

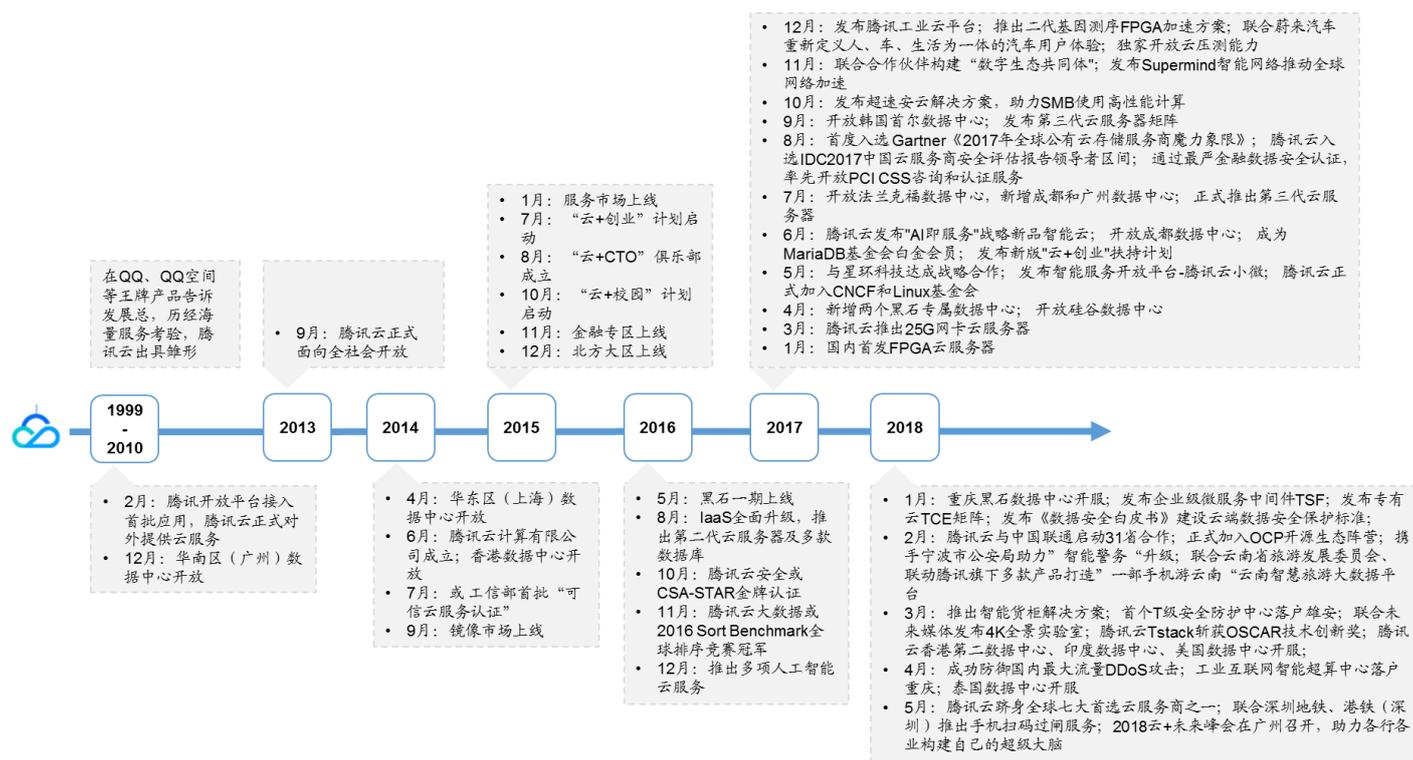
**商业方面，以永辉超市为例**，借助云平台实现对实体零售店进行人、货、场的数字化升级。比如永辉超市旗下的超级物种门店，用户可以在家里用手机下单，半小时内送货上门，也可以直接在门店扫码消费。智慧零售的目的，是希望让生产、制造企业能够动态感知消费者的需求，来组织和研发、生产和服务，最终实现智能制造。

**医疗领域**，作为腾讯首款将人工智能技术运用到医疗领域的产品，“**腾讯觅影**”已经与100多家顶级三甲医院达成合作，通过共建人工智能联合医学实验室的形式，推进AI在医疗领域的研究和应用。截至2018年5月底“腾讯觅影”已累计辅助医生阅读医学影像7,300万张，服务64万患者，提示高风险病变8万例。未来医疗超级大脑还将AI能力输入到医药研发、基因组数据分析、导诊、疾病筛查、辅助诊疗、医疗管理等环节。

**工业制造领域**，某企业基于腾讯云的AI智能制造解决方案，在保证产品质量和生产效率的前提下，降低了人力成本，工厂质检人员减少了60%。

**2018年腾讯云战略重心是加速推进市场落地，核心产品降价加速市场渗透。**今年在零售行业、汽车，包括工业制造等行业都有相关合作落地。在2018腾讯“云+未来”峰会上，腾讯云对其产品线价格进行全面调整，包括CVM计算、COS存储、数据库、CDN等产品及服务价格均有所下调，降幅在20%~50%之间，而AI应用服务则进行全面免费接入。腾讯云总裁邱跃鹏表示，腾讯云每年都会有一轮降价，一方面基于产品结构的优化，另一方面是希望更多企业尽早使用腾讯云。其中CDN在全网降价是因为所有企业都会使用且可以在全球做加速，成都、重庆等区域降价是希望降低门槛，促进西部企业云计算渗透。

图 140: 腾讯云发展历程



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

图 141: 腾讯云基础设施覆盖全球 21 个地区、运营 36 个可用区 (2017.12)



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

表 50: 腾讯云计算服务

腾讯云计算业务	描述
产品	计算、存储、网络、数据库、CDN 与加速、互联网中间件、域名与网站、安全、视频服务、大数据基础服务、大数据可视化服务、大数据应用服务、人工智能 (AI)、金融服务、游戏服务、零售服务、移动服务、通信服务、物联网、区块链、管理工具、开发者工具、量子技术、数据处理、企业应用。
解决方案	通用解决方案 (网站、视频、智能安防防控等)、行业解决方案 (游戏、电商、金融、医疗、政务等)、大数据与 AI、安全与运维、微信解决方案、物联网解决方案。
云市场	镜像类: 基础环境、全能环境、管理与监控、安全高可用、Docker 容器、业务管理、操作系统; 微信小程序: 电商/零售、餐饮/外卖、生活服务、定制开发、企业展示、游戏、政务民生、其他; 网站建设: 企业官网、电商网站、H5 网站、APP 开发; 服务与培训: 培训与认证、环境搭建、环境配置、数据迁移、日常代维、安全代维、故障排查、Discuz 代维、音视频; 软件服务: 安全软件、管理工具、企业办公、企业服务、商业软件、网络监控、消息服务; API 服务: 电子商务、金融理财、生活应用、企业管理、公共事务、气象水利、人工智能; 数据智能: 数据分析、舆情分析。

数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

表 51: 腾讯云服务覆盖客户

行业分类	主要客户举例
游戏	《PUBG Mobile》、《部落冲突: 皇室战争》、《迷你世界》、《永恒纪元》、《热血江湖》、《野蛮人大作战》、《十二战纪》、《女神联盟》、《饥荒》、《天堂 2: 重生》、《圣斗士星矢集结》、《命运-冠位指定》、《不良人 2》、《奇迹暖暖》、《盗墓笔记》、《王者荣耀台湾版》、《侍魂 OL》、《神曲之符文英雄》、《刀剑笑新传》、《京门风月 HD》、《御剑情缘》、《全民坦克之战》、《暗黑黎明 2》、《少年西游记》、《东方不败》、《熹妃传》、《鬼吹灯 3D》、《问道》、《三剑豪 2》、《苍穹变》、《青丘狐传说》、《霸道天下》、《少年三国志》、《时空猎人》、《新征程》、《英魂之刃》、《开心消消乐》、《大主宰》、《全民主公》、《神雕侠侣》、《帝尊》、《大富豪 2》、《武极天下》、《风云》、《天龙八部 3D》、《少年四大名捕》
金融	寿康人寿、富途证券、微众银行、妈妈资本、安心财险、中金在线、和康人寿、财人汇、广发证券、分期乐、威富通
医疗	卓健·移动远程、卓健·掌上医院、医链、杏仁医生、泰道、微医集团、百洋健康网
电商	聚美优品、锤子科技、小红书、折 800、楚楚街、世界工厂网、微影时代
视频	斗鱼 TV、蘑菇街、快手、bilibili、熊猫直播、龙珠直播、广东网络广播电视台、CNTV
O2O	滴滴出行、大众点评、土巴兔、e 袋洗、58 同城
微信	易企秀、兔展、微信生意宝、指点传媒、小猪 CMS、初页
旅游	同城网、住哲网、七天
移动应用	荔枝 FM、大象册、搜狗
政务	四川省人民政府、云南省公安厅、厦门市人民政府、广东省人民政府、海南省公安厅、深圳市住房和建设局、广州市人民政府、深圳市公安局
在线教育	猿题库、新东方、好未来·多狮口语、ABC360、腾讯课堂
企业	人民日报、树根互联

数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

图 142: 腾讯云政务解决方案 (部分)



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

### 3、全球公有云渗透率还偏低, 中国低于全球, 全球市场亚马逊领先

相比全球, 中国公有云渗透率偏低。根据Gartner预测数据, 2018年全球市场整体IT支出为3.68万亿美元, 公有云支出达到1,864亿美元, 公有云渗透率达到5.1%, 根据中国信息通信研究院预测, 中国2018年公有云市场规模预计340亿人民币, 渗透率仅为1.3%。

表 52: 全球公有云渗透率还偏低, 中国低于全球

市场分类	整体 IT 支出		公有云支出		公有云渗透率
	2018 年市场规 模	增速	2018 年市场规 模	增速	
全球市场 (十亿美元)	3,683	4.5%	186	21.4%	5.1%
中国市场 (十亿人民币)	2,638	6.7%	34	35.0%	1.3%

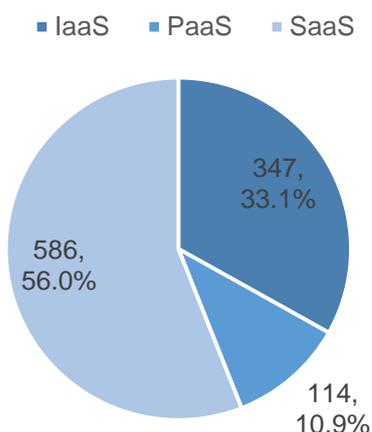
数据来源: Gartner, 中国信息通信研究院, 广发证券发展研究中心

根据Gartner数据显示, 2017年全球公有云市场规模 (仅考虑IaaS、PaaS、SaaS 3个核心市场) 为1,047亿美元, 较2016年同比增长26.8%。其中, IaaS市场规模347亿美元, 同比增长36.6%(2016年、2015年IaaS市场增速分别为56.8%、31.9%), 其中云主机占据85%以上的市场份额, 预计未来几年将持续增长, 但增幅会略有下降, 到2020年全球IaaS市场规模将达724亿美元。2017年PaaS市场规模达114亿美元, 同比增长26.6%, SaaS达586亿美元, 同比增长21.6%。从地区来看, 截止2016年底, 北美占公有云市场份额为59.5%, 欧洲为21.5%, 亚洲为12.0%。

**细分领域巨头:** 根据IHS数据, IBM公司在2017年继续引领SaaS市场, 占全球市场收入的18%; 亚马逊领导IaaS市场, 占全球收入的41%; 微软公司在PaaS榜单中名列第1, 占全球收入的26%; 微软公司在CaaS领域继续保持领先, 收入达到全球收入的21%; Equinix公司领先于托管数据中心设施市场, 占全球收入的15%。

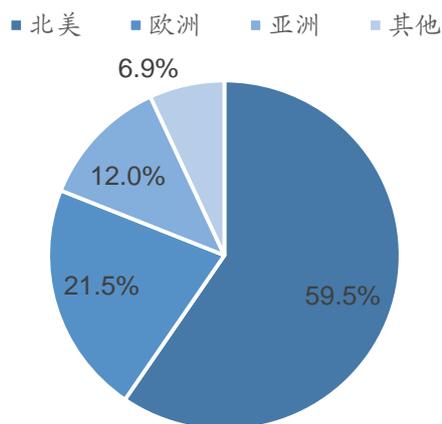
**2017年IaaS市场格局:** 根据Gartner数据, 亚马逊云(AWS)、微软云(Azure)、谷歌云和IBM Softlayer是市场主要玩家, 市场份额分别为47.1%、10%、3.95%和2.77%。亚马逊云(AWS)占据领先地位, 市场份额是后4名市场份额总和的3倍多, 2017年亚马逊AWS收入达175亿美元, 较2016年增长45%, 每年增长率均超过40%。

图 143: 2017 年全球公有云市场份额 (亿美元)



数据来源: Gartner, 广发证券发展研究中心

图 144: 公有云市场地区分布 (2016)



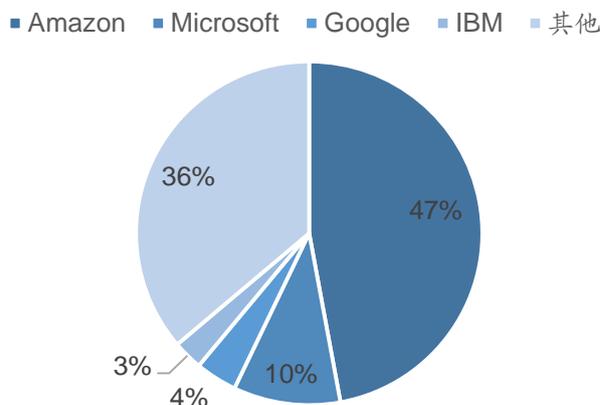
数据来源: Gartner, 广发证券发展研究中心

图 145: 全球 IaaS 市场规模预测



数据来源: Gartner, 广发证券发展研究中心

图 146: 2017 年全球 IaaS 市场份额



数据来源: Gartner, 广发证券发展研究中心

图 147: 亚马逊 AWS 收入 18Q1 同比增长 49%



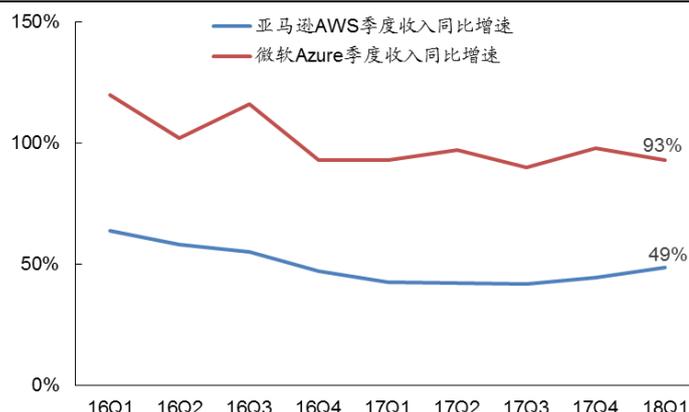
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 148: 亚马逊 AWS 经营利润率约 25%左右

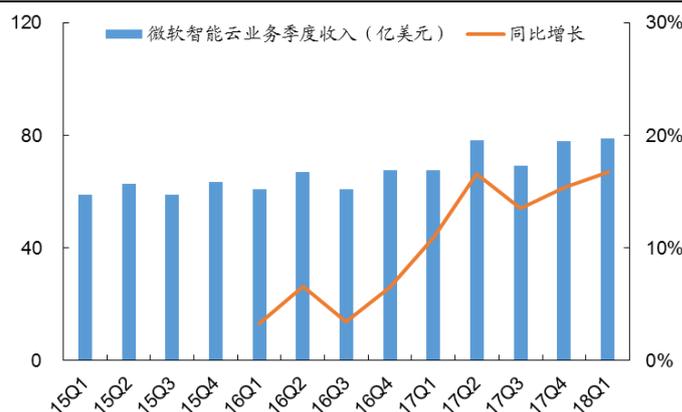


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 149: 亚马逊 AWS 与微软 Azure 季度收入增速对比 图 150: 微软智能云季度收入及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 智能云业务包括 Azure、服务器产品和云服务、企业级服务, 其中 Azure 在 18Q1 收入同比增长 93%。

#### 4、腾讯云估值

云服务市场处于快速扩张阶段, 国内腾讯云、阿里云收入均翻倍增长, 在技术、基础设施和市场推广方面的投入使云业务仍处于亏损状态, 我们参考国际市场云服务公司以PS进行估值。

**SaaS领域上市的全球巨头Adobe、Salesforce**当前市值分别约为1,200亿美元、1,000亿美元, 2017年收入增速分别为24.7%、24.9% (2016年增速分别为22.1%、25.9%)。根据Bloomberg数据, Adobe、Salesforce 2019年PS分别为11.9倍、6.8倍。

**亚马逊AWS云业务**18Q1营收54.4亿美元, 同比增长49%, 收入占比10.7%; 运营利润为14亿美元, 同比增长57%, 运营利润率为25.7%; 2017年营收175亿美元, 同比增长43%, 根据云计算行业空间及成长性、亚马逊AWS历史增速, 假设按2018~2019年收入增速40%和38%计算, 2019年收入为337亿美元。以亚马逊AWS运营利润率25%左右计算, 到2019年运营利润约85亿美元, 考虑云计算行业空间及成长性、亚马逊AWS业务市场地位及增速, 假设以运营利润\*30倍估值计算, 亚马逊云估值约2,500亿美元, 对应2019年PS约为7.4倍。

**阿里云业务**2017年自然年收入为112亿人民币 (约17.5亿美元), 同比增长101%, 连续12个季度收入翻倍增长。

**腾讯**2017年其他业务收入433亿元人民币, 同比增长153%, 包括支付和云服务收入, 其中云服务收入同比增长超100%。估算2017年腾讯云服务收入约为30~40亿元人民币 (以2017年上半年IaaS市占率为参考, 阿里市占率48%, 腾讯约10%), 根据云计算行业空间及成长性、腾讯云业务历史增速 (18Q1同比增速超100%, 17Q1增速维持3位数, 2016年同比增长超200%), 假设2018年收入增速为100%, 2018年收入将达60~80亿元人民币, 假设2019年收入增速为80%, 2019年收入区间预计为108~144亿元人民币。参考亚马逊AWS估值, 考虑腾讯云业务增速快于AWS, 给予2019年7.4倍PS, 估算腾讯云业务估值约为800亿~1,065亿元人民币 (约125~167亿美元)。

表 53: 全球云计算公司估值表

公司	总市值 (亿美元)	总营业收入 (亿美元)			归属普通股股东净利润 (亿美元)			PE			PS		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
Adobe	1,262	73	89	106	17	26	31	74.5	48.7	40.9	17.3	14.1	11.9
Salesforce	1,080	105	131	158	1	4	6	847.2	248.8	172.5	10.3	8.2	6.8

资料来源: 各公司财报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心 备注: 股价为截至2018年7月20日最新收盘价。

表 54: 亚马逊 AWS 和阿里云估值参考

公司	估值 (亿美元)	收入(亿美元)					经营利润(亿美元)					PS		
		2016	2017	2018E	2019E	18Q1	2017	2018E	2019E	18Q1	2017	2018E	2019E	
亚马逊 AWS	2,500	122	175	244	337	54	43	61	84	14	14.3	10.2	7.4	
阿里云		8.7	17.5			6.9								

资料来源: 各公司财报, Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 阿里云收入为自然年收入。

## 八、小程序：搭建全场景应用生态，助力赋能各行业

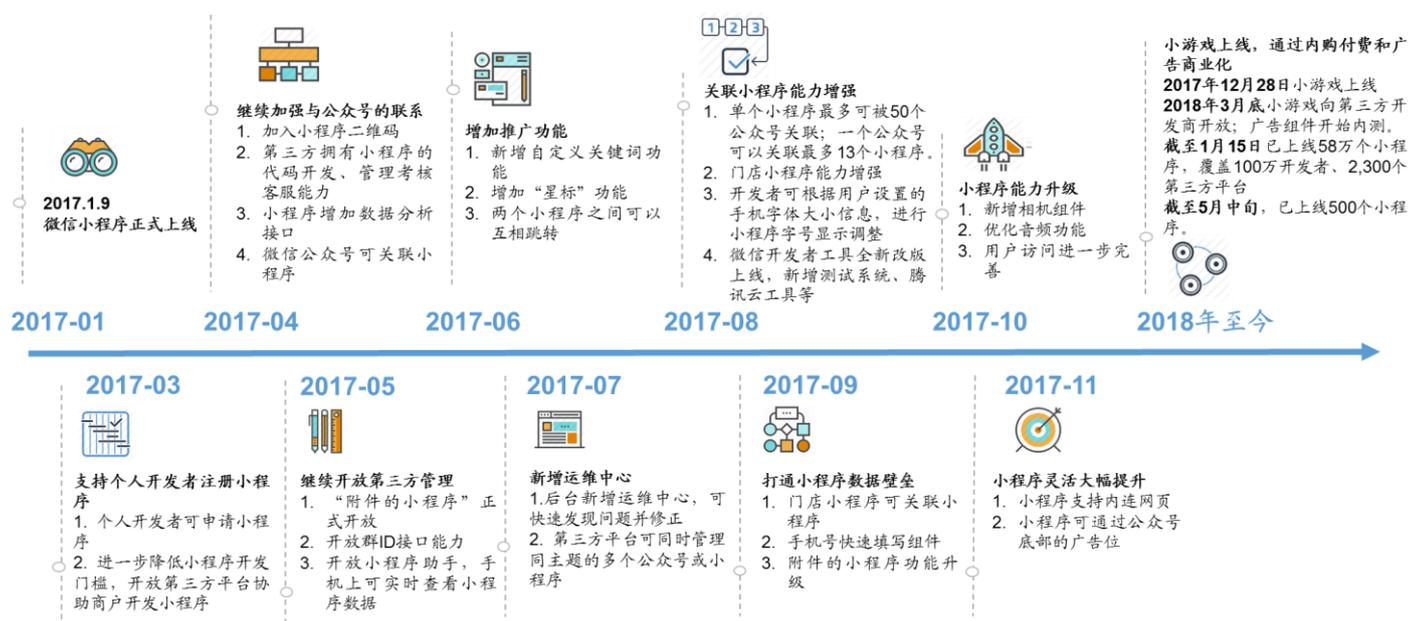
### 1、新编程环境，搭建全场景应用生态

#### (1) 3个视角看小程序

**小程序官方定义：**小程序是一种不需要下载、安装即可使用的应用，它实现了触手可及的梦想，用户扫一扫或者搜一下就能打开应用，实现用完即走的理念，用户不用安装太多应用，应用随处可用，但又无须安装卸载。

小程序是一种新的开放能力，开发者可以快速地开发小程序。小程序可以在微信内被便捷地获取和传播，同时具有类APP的高使用体验。开放注册范围包括个人、企业、政府、媒体、其他组织。对于用户，小程序整合了更多的服务和场景，解决了低频应用使用问题，让用户在微信内即可以完成大部分需求。小程序包含游戏、网络购物、图片摄影、工具、餐饮、生活服务、社交、旅游、出行服务、汽车、内容资讯、视频、教育、音乐音频、线下零售的服务，覆盖用户大部分需求。对于企业，相比于APP，小程序开发成本和获客成本均较低。小程序克服了不同平台的不兼容性，企业不必为不同操作系统开发软件；小程序的程序语言更简单，开发过程可节省大量时间和人力。微信用户量大、黏性高，通过微信群、朋友圈推广更便利且针对性较高。

图 151：小程序发展历程



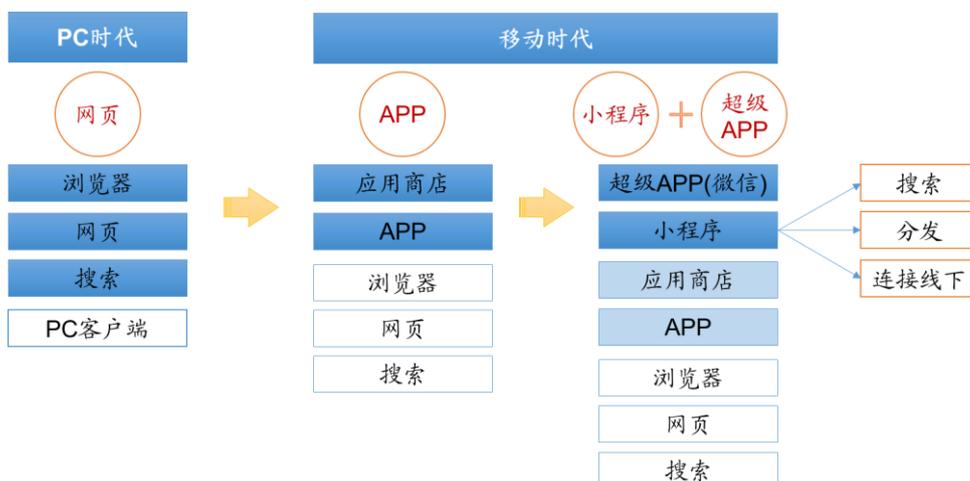
数据来源：腾讯官方，阿拉丁，广发证券发展研究中心

小程序是新的编程环境，是基础设施和平台，是基于场景的应用生态。微信重构社交生态，公众号重构媒体生态，小程序则重构APP生态。我们从3个视角看小程序和小程序生态：1、类比PC时代的浏览器和网页；2、类比应用商店；3、连接线下场景。3个生态各不相同，商业模式也不同。

- **视角1: 类比PC时代的浏览器和网页。**将小程序理解为移动时代的增强版浏览器和网页，相比PC浏览器和网页，小程序拥有LBS、二维码（连接线下）、移动支付、交互/社交、拍照等移动时代的优势属性。PC时代是基于浏览器和网页的信息分发模式，移动时代是APP下载与分发，企业开发APP后推荐给用户下载使用，发展到成熟阶段，用户会固定使用少数头部APP，而不愿下载很多APP，再加上APP独立性造成相互之间信息和数据无法互通，导致很多信息无法畅通被访问到，这也是移动搜索的难点所在，无法抓取和聚合众多APP信息。腾讯基于微信生态拥有的大用户量和关系沉淀、信息沉淀、开发者与合作伙伴的沉淀，去做APP无法满足的需求和信息聚合。

将小程序理解为网页，小程序承载的信息量和复杂度可深可浅。小程序可以做成具有深度功能和信息聚合的平台（如PC时代的携程、58同城等，还比如目前已推出的大众点评、京东、唯品会等小程序），也可以做成满足某一具体需求的程序页，或纯展示的程序页（比如公司官网/主页）。小程序可以实现小程序内的单一程序页的展示和分享，比如分享某一个餐厅的程序页、某航班起降信息、某一商品的程序页。

图 152: 从 PC 到移动，入口和分发的变迁



数据来源：广发证券发展研究中心

- **视角2: 类比应用商店。**应用商店是应用分发入口，连接开发商和用户，小程序的生态也是连接开发商和用户，不同之处是小程序免下载、随处可用，应用和服务范围比应用商店更广泛。

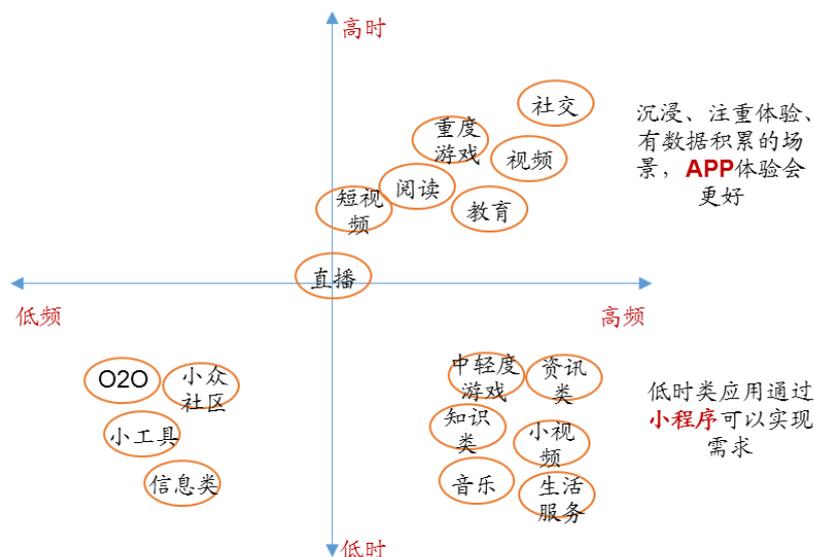
表 55: 微信小程序与苹果商店对比

	用户数	应用数量	2017 年全球收入	18Q1 中国收入	上线时间
微信小程序	微信 10.4 亿月活	截至 2018 年 7 月 9 日超 100 万个			2017 年 1 月 9 日
苹果 APP Store	8 亿左右	截至 2017 年 1 月有 220 万个	385 亿美元 (YoY+34.7%)	224 亿元人民币 (YoY+29%)，约占全球 32%	2008 年 7 月 10 日
Google Play			201 亿美元		

数据来源：SensorTower，广发证券发展研究中心 备注：收入数据涵盖AppStore/GooglePlay的所有付费应用、订阅和应用内购买。

- **视角3: 连接线下场景。**小程序是基于场景的生态, 不仅实现线上功能, 还能通过二维码连接线下场景, 实现所见即所得。比如在餐厅吃饭直接扫二维码打开小程序点菜、买单, 目前公众号支持点餐和买单的前提是需要先关注餐厅的公众号; 还比如在户外或旅游途中通过扫描二维码打开小程序, 了解所见事物的介绍或更深入的信息或直接生成交易。
- **小程序是否会取代APP?** 我们认为小程序是丰富应用和服务场景, 未来将形成小程序+超级APP的移动应用生态。小程序特点是免下载、便捷性, 因此适合低频低时、高频低时、侧重工具属性、场景类(如生活服务)的应用, 而时间消耗型的应用在APP端体验会更好, 如长视频、重度游戏等。

图 153: 小程序适用的场景



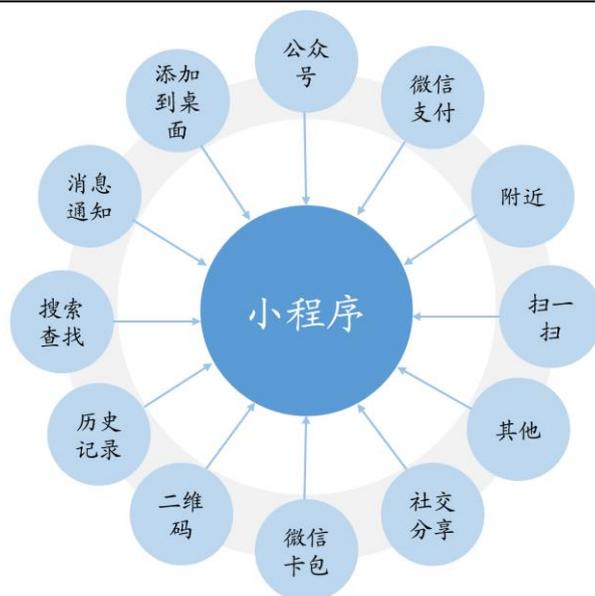
数据来源: 广发证券发展研究中心

(2) 小程序上线 1 年有余, 现在有何不同?

小程序已初步实现市场教育和吸引开发者进入阶段, 进入快速增长阶段。

微信对小程序支持力度加大, 持续开放入口、扩充能力, 大量开发者转向小程序。微信拥有 10.4 亿月活用户, 以及沉淀的关系链, 目前微信对小程序是开放和扶持状态。小程序入口已扩张至 60 多个, 腾讯对小程序的流量支持力度还在加大。小程序流量入口包括微信“发现”栏小程序主入口、微信主页顶部入口、微信搜索、公众号(关联小程序、自定义菜单、公众号文章中插或底部)、微信主页置顶、微信群分享、微信卡包、添加到桌面、二维码扫一扫、附近的小程序等。小程序能力不断扩充, 能实现的功能不断加深。陆续开放基础能力(包体大小提升等)、微信相关能力(支付、营销与积分、微信数据、消息等)、自定义组建。

图 154: 针对小程序, 腾讯已开放 60 多个入口



数据来源: 广发证券发展研究中心

APP生态趋于固化, 用户获取成本持续提高, 小程序低研发成本和低用户获取成本吸引大量开发商进入。用户对APP的使用逐渐固化为少数头部APP, 下载新APP意愿越来越弱, 造成APP用户获取成本不断提高, 再加上APP开发成本和维护成本高, 很多公司的服务无法通过APP完成。小程序研发维护成本低, 用户体验逐渐向APP看齐, 再加上微信对小程序支持和开放力度加大, 吸引众多开发商进入。根据微信公开课和互联网+”数字经济峰会小程序分论坛, 小程序已连接200多个类目及数十万商家, 覆盖150万开发者, 拥有超100万个小程序, 覆盖零售、电商、生活服务、交通、政务、游戏等领域。

表 56: 小程序、APP、H5 对比

	APP	H5	小程序
开发成本	高	低	低
用户获取成本	高	低	低
用户体验	高	低	高
用户留存	高	低	高

资料来源: 微信开放平台, 广发证券发展研究中心

小游戏拉动小程序用户快速增长, 让很多未使用过、甚至未注意到小程序的用户开始使用小程序。根据QuestMobile数据, 截止到2018年3月, 微信小程序累计注册用户5.64亿, 月活跃用户突破4亿, 2018年3月在微信中渗透率为43.9%。根据2018年微信公开课, 截止2018年1月15日, 微信小程序日活跃用户1.7亿, 微信小游戏用户已累计达到3.1亿。

小程序品类日益丰富, 能满足各种场景需求的小程序也在持续增加, 目前处于快速增长期, 随着市场教育和用户习惯形成, 用户对小程序的使用和依赖将逐渐加大。低频低时、高频低时的应用陆续推出小程序, 另外APP与小程序、小程序与

公众号互通，也加大了各类APP推出小程序。

### (3) 小程序商业生态思考

首先小程序生态需要做腾讯与小程序开发者共赢的生态。可以参考公众号搭建的共赢生态：公众号于2012年8月正式上线，至今已有2千万个公众号，微信的角色更多是生态搭建者，不参与公众号运营和商业化，只是通过公众号类展示广告方式+分成实现变现，而且公众号运营者可以选择是否接入广告，另外腾讯不参与公众号软文广告的运营和分成。

基于小程序的3个视角（增强版浏览器和网页、类应用商店、线下场景），我们分别构想小程序有可能形成的商业生态，包括搜索和广告、小程序收入分成、交易支付及云服务等。其中搜索是中心化的模式，应用商店是去中心化的模式（目前公众号也是去中心化的思路，不做排序、不做推荐，用户根据喜好和关系链决定是否订阅公众号）。

- **商业生态构想1、搜索与广告。**随着微信承载的信息量不断增加，搜索将是用户主动连接人、连接信息、连接物的重要方式，这也是至今未能跟移动互联网很好结合的一块领域。微信承载的持续扩大的信息量成为搜索的基础：目前微信公众号已承载大量内容信息和资讯，小程序整合线上线下各种应用场景，且小程序内部信息和内容可检索，再加上整合知乎（问答）、地图等腾讯系公司数据和信息。至于腾讯是否会基于微信搜索进行变现我们判断是时间和技术的问题。

微信在2018年5~6月做了搜索功能的升级，将搜索内容进行分类，包括商品（6月新增类）、公众号、朋友圈、文章、百科、小程序、问答、视频、音乐、小说、表情等11个类型进行展示，搜索结果包括微信公众号、腾讯视频、微信读书、小程序和知乎等，囊括了腾讯及腾讯投资的各种内容，以及腾讯生态的内容。用户搜索的关键词不同，得到的结果类型排序会根据关键词属性而不同。

**小程序广告：**目前小程序广告主要通过展示类形式导流，增加广告位，同时增加广告主，逐步开放广告。小程序于2017年1月上线，后又于2017年12月28日推出小游戏，借助兼具趣味性和黏性的小游戏，推动小程序迅速普及，根据微信公开课，截至18年1月小程序数量达到58万个，截至6月底小程序已超100万个；截至3月月活用户超4亿（数据来自Questmobile）。小程序可申请成为流量主，通过广告变现，申请门槛为累计独立访问用户（UV）超1,000且无严重违规记录。从小游戏“跳一跳”入手：2018年3月耐克购买了在“跳一跳”基座展示品牌Logo三天的广告。

**小程序作为流量主的广告形式及收费方式：**目前小程序广告分为小程序页面及底部广告（CPM/CPC收费）以及小游戏广告（CPT按时间包断收费），根据微信官方跳一跳招商内测文档，按照CPT进行售卖并分为3档，500万/1天，1,000万/2天和2,000万/5天，不承诺独占。

**小程序作为广告主的主要广告形式：**公众号底部广告、朋友圈广告、公众号文中广告、小程序广告。目前小程序广告微信入口开放包括服饰类、日化类、网络服务类、个人用品类等16个类目。

图 155: 微信搜索囊括 11 个结果分类



数据来源: 微信, 广发证券发展研究中心

图 156: 小程序广告形态



数据来源: 公开资料, 广发证券发展研究中心

图 157: 小游戏广告日流水突破 1 千万元



数据来源: 微信公开课, 广发证券发展研究中心

- **商业生态构想2、类应用商店模式，做小程序分发，商业模式是分成。**以苹果商店为例，对付费应用、订阅、应用内购买，苹果分成30%，2018Q1苹果商店中国消费额为224亿元人民币，按30%分成计算，苹果收入大概为67亿。**按应用分类**，手游类APP是最主要收入来源，收入占79%达177亿元人民币，娱乐类应用收入为19亿。

**小游戏：游戏行业新蓝海，仍能吸引一批非游戏玩家进入。**根据腾讯18Q1财报，有超过1/3的小游戏玩家此前是非腾讯手游玩家。小游戏发展类似PC时代页游的出现并快速增长，满足碎片化游戏需求，适合轻度和中度游戏。根据阿拉丁2018年4月TOP100小程序榜单，上榜的小程序中小游戏占1/3，是最大的细分品类，游戏休闲属性和强变现能力同时吸引用户和开发者进入。

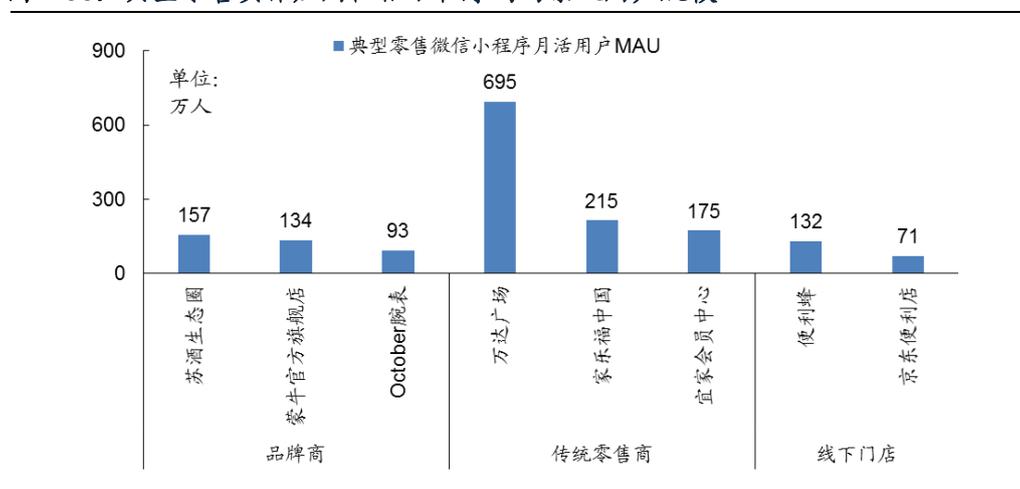
**目前小游戏还只在安卓渠道商业化**，根据腾讯公布的分成策略，对道具内购，月流水超过50万元人民币的部分，腾讯分成40%，开发者分60%，对小游戏广告，单日广告收入流水10万元人民币以内(含)的部分，开发者分50%，超过10万元人民币的部分，开发者分30%。对比目前APP游戏分成，安卓渠道通常采取55开、46开的分成比例，产业链分成比例大部分大概是渠道商+发行商占70%，研发商占30%。

根据腾讯7月10日微信公开课，**单款小游戏月流水已突破1亿元人民币，日活峰值达2千万。**小游戏自4月4日向第三方开放接入以来，已累计接入2千款小游戏，其中《海盜来了》月流水过1亿元，变现方式包括内购收费和广告。

- **商业生态构想3、连接线下场景和小商户为其赋能，构建去中心化的交易生态，助力广告、支付及云服务。**通过小程序和二维码连接线下场景和小商户，通过“附近的小程序”、搜索结果的小程序、公众号关联小程序向线下商家导流，同时通过线下二维码向线上商家的小程序导流，从而连接并服务众多线下商户。例如，沃尔玛很多门店用微信小程序可以完成“扫码付”，不需要人工结账；永辉超市通过微信小程序可以直接打开线上店铺，在家完成订单，30分钟送达。未来商家可以通过对消费者购买行为的分析，优化店铺选址、货架陈列，同时LBS广告引流、公众号推送内容、小程序商品及优惠券，实现千人千面。

根据阿拉丁2018年4月TOP100小程序榜单，上榜小程序除包括线上的服务，如游戏、网络购物、图片摄影、工具外，连接线下场景的应用越来越多，包括餐饮、生活服务、线下零售等。

图 158：典型零售实体应用微信小程序的场景及用户规模



数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

#### (4) 对腾讯，小程序意味着什么？

小程序重构APP生态，不仅囊括线上APP，还连接线下场景，承载的价值比公众号大很多。公众号是信息推送器和客户关系管理的平台，服务号比公众号功能更多，小程序是类APP，基本能实现大多数APP的功能。公众号重构了媒体生态，通过去中心化的内容分发方式，使自媒体价值被放大，腾讯得到的是大量内容沉淀和用户黏性。小程序开发者快速增长，适用的场景不断增多，场景的扩展和功能内容的加深将提升用户对小程序以及微信生态的使用时间，将用户的需求和时间沉淀在生态内。无论未来小程序构建搜索、小程序分发生态、还是构建交易生态，对腾讯的广告、支付、云服务都会受益。

#### (5) 对第三方，小程序意味着什么？

小程序是微信生态、乃至互联网行业的新蓝海。行业刚起步，用户还在快速渗透阶段，使用习惯尚在培养中，小程序格局还未确定，腾讯、开发者仍处在生态搭建阶段。腾讯对小程序重视程度很高，将小程序定位为数字化利器和智慧零售重要推手，微信已开放60多个入口为小程序导流。

小程序产业生态不断完善。小程序基于腾讯微信生态，连接开发商/运营商和用户，中间还包括大量第三方服务商和开发商，在连接线下场景中，第三方公司起到很大推动作用。小程序开发商/运营商包括互联网公司、传统产业公司创业公司，涵盖游戏、电商、社区、工具、生活服务、医疗等各类小程序。第三方服务商包括小程序培训、代开发、代运营服务商、数据分析公司、应用商店、媒体等。

表 57：过去 5 年，微信项目估值 TOP10

公司	估值（美元）	2017 年业务数据（人民币）
拼多多	150 亿+	GMV 1,412 亿元
有赞	41 亿港元	GMV 250 亿元
云集微店	20 亿+	GMV 100 亿元
趣头条	15 亿+	DAU 1000 万
大 V 店	5 亿	GMV 15 亿元
洋葱海外仓	5 亿	GMV 15 亿元
一条	5 亿	GMV 7 亿元
环球捕手	3 亿+	GMV 15 亿元
薄荷阅读	3 亿	GMV 4 亿元
十点读书	3 亿	GMV 3 亿元
宝宝玩英语	1.5 亿	月 GMV 4000 万元

数据来源：各公司官方网站，创业邦，36氪，投资界，虎嗅，广发证券发展研究中心

图 159: 微信小程序产业生态图



数据来源: 阿拉丁指数, 广发证券发展研究中心

图 160: 2017 年小程序融资案例 (部分)

排名	名称	融资轮次	融资金额 (人民币)	投资机构	公布时间	排名	名称	融资轮次	融资金额 (人民币)	投资机构	公布时间
01	EasyGo	种子轮	500万	未透露	1月	13	EasyGo	天使轮	2000万	浙江易坤创投, 深圳咏田	8月
02	小睡眠	A轮	2000万	高盛集团(中国)领投, 嘉道谷投资(龚虹嘉)	2月	14	小打卡	天使轮	未透露	真格基金	8月
03	阿拉丁	种子轮	500万	马笛儿投资领投, 场景实验室跟投	2月	15	靠谱小程序	Pre-A轮	数千万	新榜领投	9月
04	小电充电	天使轮	数千万	金沙江创投和天使投资人王刚领投, 德同资本、招银国际、盈动资本跟投	3月	16	有车以后	第四轮	未透露	国内四家顶级机构	9月
05	小电充电	A轮	1亿	腾讯投资领投, 鼎晖投资、道生投资、天使投资人王刚、金沙江创投、德同资本、盈动资本跟投	4月	17	递名片	Pre-A轮	数百万	国泰瑞丰	9月
06	怪兽充电	天使轮	数千万	顺为资本领投, 小米科技、紫米电子、清流资本、高瓴资本跟投	4月	18	金客拉	Pre-A轮	数百万	未透露	9月
07	金客拉	天使轮	数百万	深度加速, 维冠资本	5月	19	飞燕	种子轮	数百万	WelMedia	9月
08	小电充电	B轮	3.5亿	红杉资本中国和高榕资本领投, 腾讯跟投	5月	20	拍宝世嘉	种子轮	100万	深度加速, 维冠资本	10月
09	递名片	天使轮	360万	深度加速, 维冠资本	5月	21	给赞	种子轮	250万	真格基金领投, 水滴互助跟投	10月
10	阿拉丁	天使轮	1000万	创新工场领投, 清科创投跟投	6月	22	有伞Usan	天使轮	3000万	同程旅游领投, 分众传媒、玖富跟投	10月
11	怪兽充电	A轮	亿级	高瓴资本、赛九资本、广发信德-广发证券、蓝驰创投、清流资本、顺为资本、泰合资本(财务顾问)	7月	23	EasyGo	战略投资	数千万	时代地产领投	10月
12	上线了	A轮	近4000万	中科院国科嘉和领投, 创新工场、YC、MP、TEEC跟投	8月	24	画画猜猜	Pre-A轮	数百万	飞马资本	10月

数据来源: 新榜, 广发证券发展研究中心

## 2、小程序处于发展初期, 红利正当时

### (1) 用户数量跃升, 小程序数量快速增长

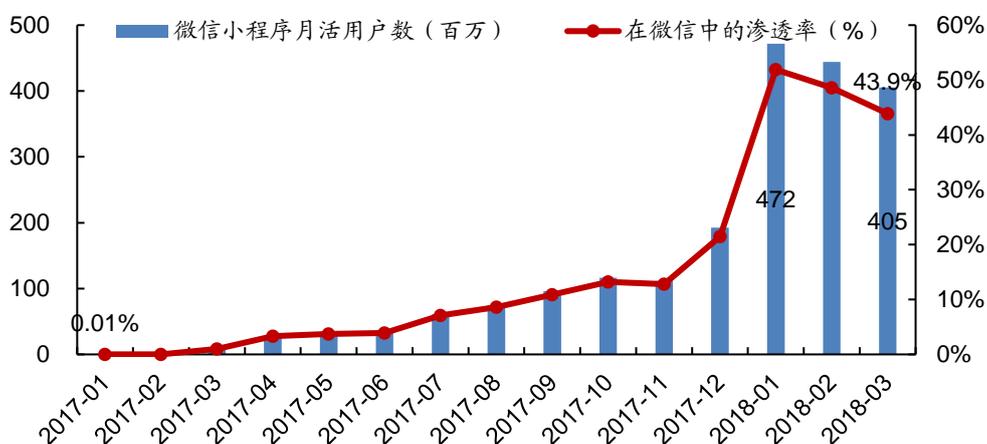
根据2018年微信公开课, 截止2018年1月15日, 微信小程序日活跃用户1.7亿, 一线城市用户30%, 二线城市用户20%, 三线城市用户19%, 四线及以下城市用户31%。

截至7月初，已上线小程序超100万个，覆盖150万开发者、5,000多家第三方平台。

小程序覆盖丰富场景，包括零售、电商、生活服务、政务民生等。小程序在零售领域，通过购物连接线上和线下消费，通过会员打通渠道和品牌，通过社交连接礼品和销售，为零售场景、营销和社交赋能；在电商领域，小程序为企业提供闭环场景能力和大数据分析工具，为用户提供沉浸式用户体验和丰富购物场景；在生活服务领域，小程序提供出行、餐饮、共享、旅游和金融等服务，低门槛的体验使线下流量得到转化；在政务民生领域，小程序提供公安、医疗、税收和邮政等服务，为用户带来便利。

根据QuestMobile，截止到2018年3月，微信小程序累计用户超5.6亿，月活跃用户呈爆发式增长突破4亿，2018年3月在微信中渗透率为43.9%，随着小程序场景的逐步拓展，未来还将有很大的增长空间。

图 161：微信小程序月活跃用户规模及在微信中的渗透率



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

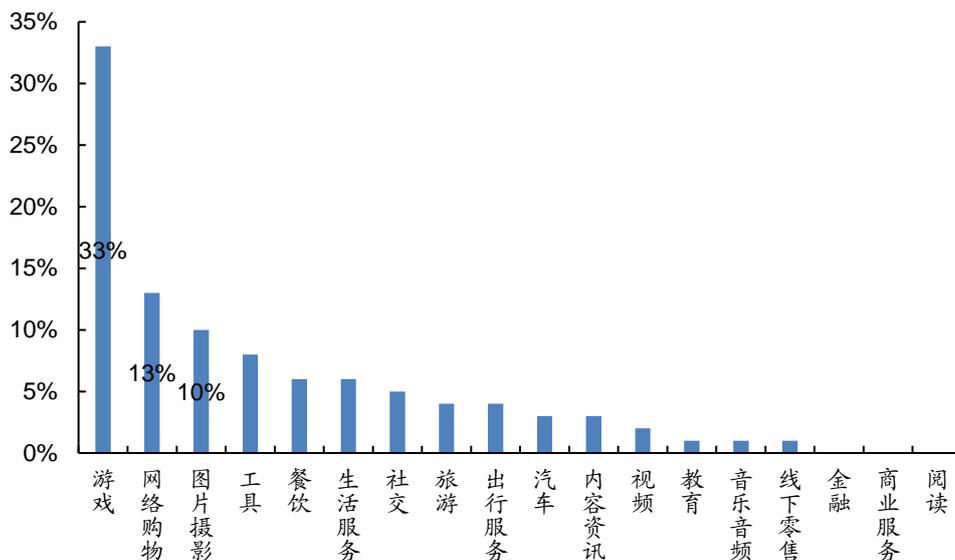
根据阿拉丁指数，2018年4月Top100小程序中，游戏、电商和图片摄影占比分别为33%、13%和10%；在Top20小程序中，游戏类小程序达到11个，并占据前3位置。

表 58：2018年4月微信小程序TOP20榜单

排名	小程序名称	分类	排名	小程序名称	分类
1	跳一跳	游戏	11	收款小账本	工具
2	欢乐斗地主	游戏	12	摩拜单车	出行服务
3	海盗来了	游戏	13	猜歌小超人	游戏
4	拼多多	网络购物	14	欢乐球球	游戏
5	唯品会	网络购物	15	一图一词	游戏
6	成语猜猜看	游戏	16	加减大师	游戏
7	京东购物	网络购物	17	珍贵相片集 Lite	图片摄影
8	最强弹一弹	游戏	18	黑咔相机	图片摄影
9	头脑王者	游戏	19	猫眼电影演出	生活服务
10	最强飞刀手	游戏	20	腾讯视频	视频

数据来源：阿拉丁指数，广发证券发展研究中心

图 162: 2018 年 4 月微信小程序 TOP100 行业分布占比



数据来源：阿拉丁指数，广发证券发展研究中心

## (2) 小游戏：微信场景的新蓝海，释放社交分发势能

小游戏为目前小程序中重要子品类，根据2018微信公开课，截止2018年1月15日，微信小游戏用户已累计达到3.1亿，其中用户来源41%来自游戏流失用户，37%来自游戏活跃用户，22%属于非游戏用户。根据微信公开课，腾讯于今年4月4日向第三方游戏开发商全面开放小游戏平台，截止到7月9日，已发布约2,000款小游戏，单款小游戏月流水过1亿元，数款小游戏实现总用户规模过亿，多款小游戏安卓流水收入超千万，小游戏7日留存平均约45%。第三方开发者通过小游戏实现社交能力爆发，社交分享新进占比基本保持在60%-90%；小游戏的技术与框架比纯H5体验好，目前小游戏的留存率已经达到同类H5游戏的2倍。

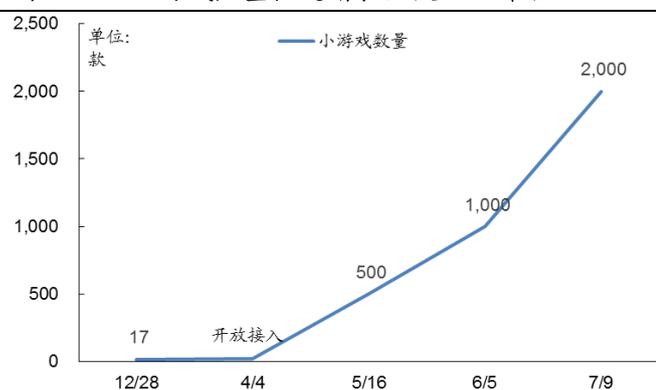
小游戏轻量的体验和盈利路径短的特点，吸引很多用户和开发者。根据阿拉丁指数显示，今年1月到4月，小游戏在微信小程序TOP100中占比达到3成以上，小游戏主要集中在智力、休闲、游戏工具、棋牌、动作、角色、竞技，其中，智力游戏占据近半数份额。小游戏的低门槛、轻量级体验吸引了很多非游戏用户参与；小游戏的易操作性、简便性和趣味性对中老年用户也产生了吸引力。小游戏传播速度快，并可通过广告和道具销售实现商业化，吸引了许多开发者参与到其中。

表 59: 2018 年春季小游戏用户规模 TOP10

排名	小游戏名称	累计活跃用户数 (百万)
1	跳一跳	389
2	成语猜猜看	147
3	头脑王者	133
4	欢乐斗地主	113
5	成语消消看	83
6	挑战答题王	81
7	欢乐坦克大战	69
8	星途 WeGoing	55
9	拳皇命运	55
10	王者荣耀	48

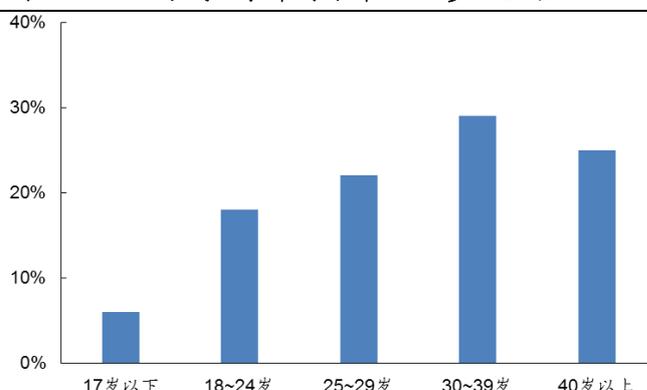
数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 163: 小游戏数量快速增长, 突破 2 千款



数据来源: 微信公开课, 广发证券发展研究中心

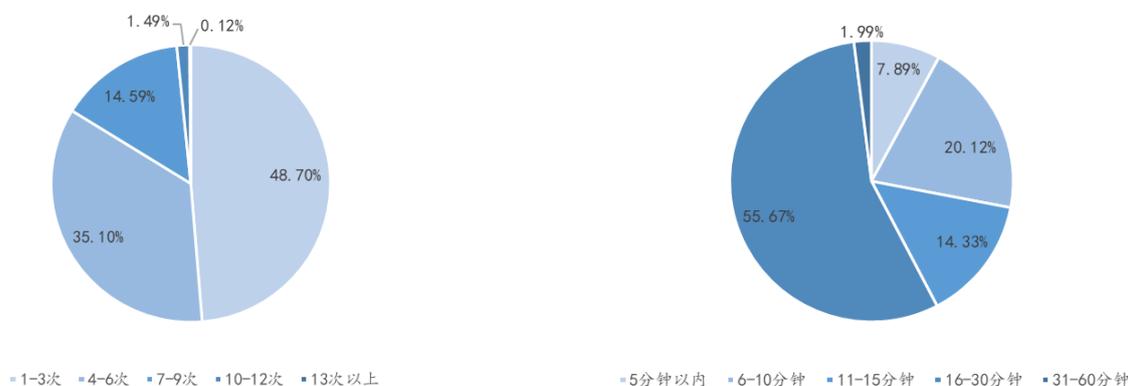
图 164: 小游戏玩家年龄分布: 30 岁以上占 54%



数据来源: 微信公开课, 广发证券发展研究中心

大部分玩家为非沉浸式玩家, 主要利用碎片化时间玩小游戏。有接近半数的微信小游戏玩家每日使用频次为1-3次, 每日使用频次10次以上的玩家仅占3.1%; 有55.67%的玩家每日平均使用小游戏时长16-23分钟, 而平均使用时长30分钟以上的玩家仅占1.99%。

图 165: 微信小游戏玩家每日人均使用频次和每日平均使用时长



数据来源: 阿拉丁, 广发证券发展研究中心

### (3) 电商及其他

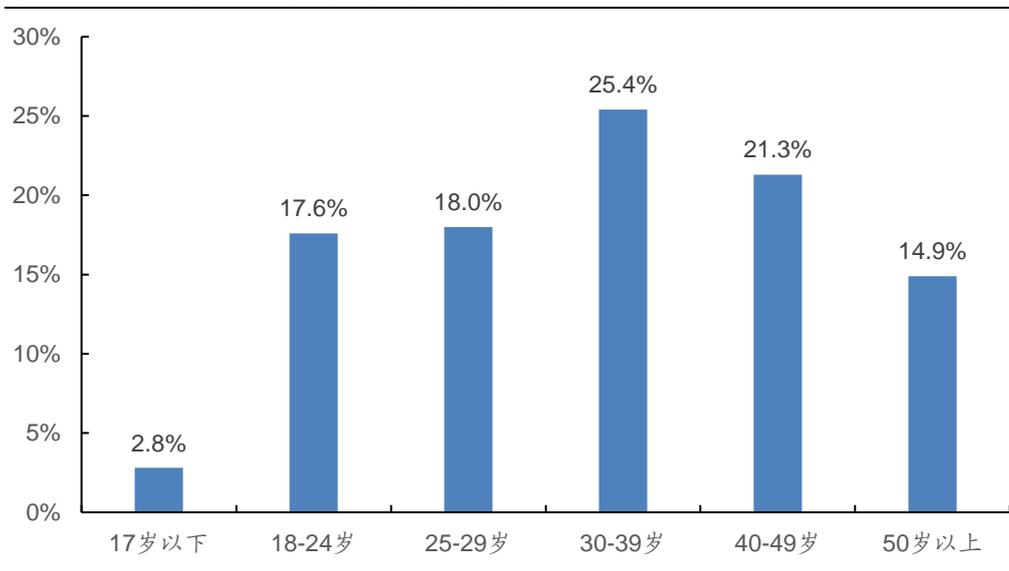
网络购物行业目前在小程序TOP100中占比量第2，拼多多、京东购物和唯品会累计活跃用户数分别达到2.3亿、0.86亿和0.53亿。根据阿拉丁指数，2018年1月至4月网络购物类小程序主要以团购、综合电商、垂直电商、电商平台为主，其中，团购和综合电商占据半数以上份额，团购占据近4成份额，综合电商占据2成以上份额。各网络购物企业希望通过小程序获取更多用户，并最终通过APP留住用户。

表 60: 2018 年春季微信小程序网络购物行业用户规模 TOP10

排名	小程序名称	累计活跃用户数 (百万)
1	拼多多	233
2	京东购物	86
3	唯品会	53
4	蘑菇街女装精选	40
5	贝贝 VIP	26
6	小米商城 Lite	19
7	女王新款	16
8	屈臣氏官方商城	13
9	卷皮折扣	12
10	每日优鲜	11

数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 166: 网络购物类小程序用户年龄分布

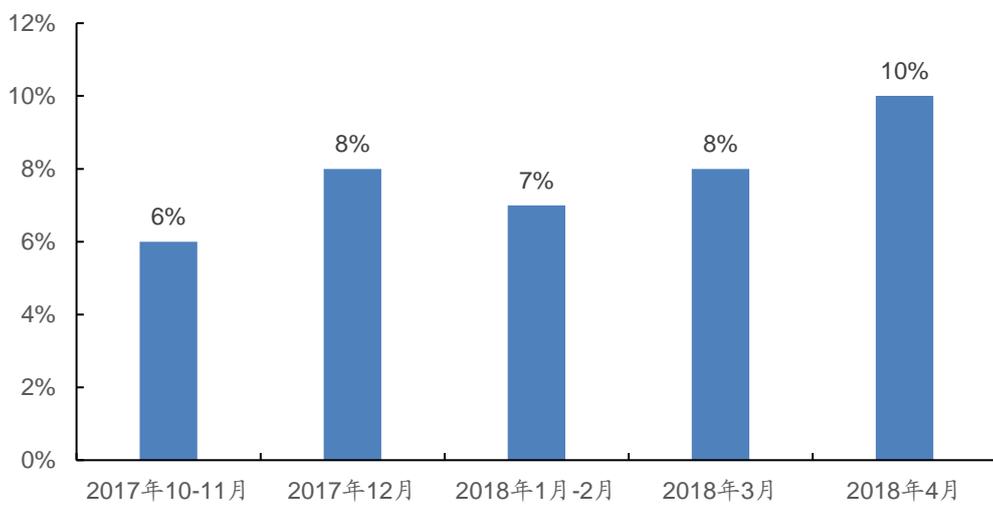


数据来源: 阿拉丁, 广发证券发展研究中心

图片摄影行业目前在小程序中占比量第3，拥有黑咔相机、闪萌、忆年共享相册、美篇等爆款小程序，这类小程序的具有社交属性，在微信平台传播迅速，有很强潜力。根据阿拉丁指数，2018年1月-4月，图片摄影类小程序的二级分类主要集中于

图片编辑美化、电子相册、图片分享、系统美化，其中图片编辑美化占据近半数份额。

图 167: 图片摄影类小程序在 TOP100 中上榜率对比

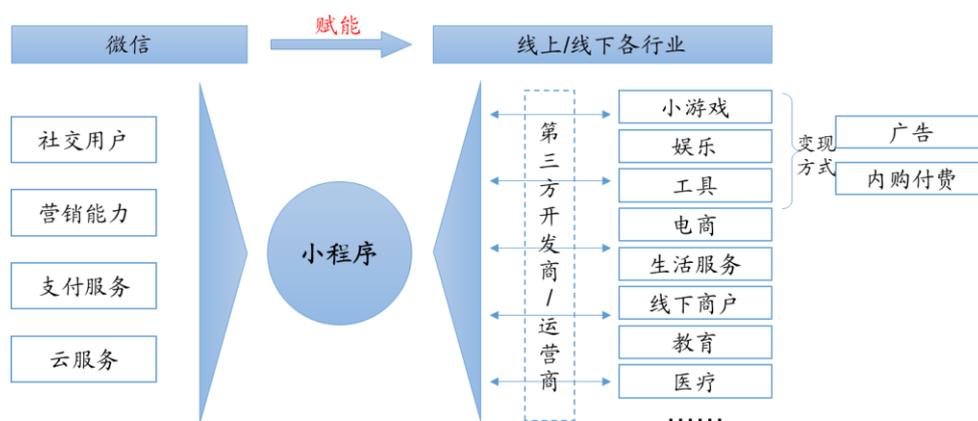


数据来源: 阿拉丁, 广发证券发展研究中心

### 3、小程序估值

小程序连接线上线下各行业，将微信的社交用户和关系链、营销能力、支付能力、云服务等赋能予各行业。截至7月9日，小程序数量超100万个，开发者超150万个，覆盖超5,000个第三方平台，接入的小游戏数量超2千个。

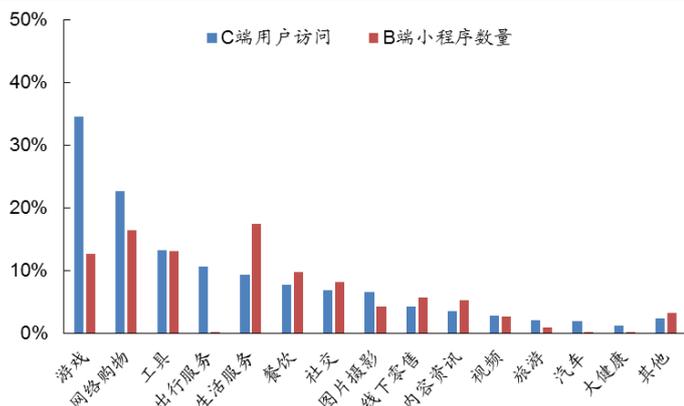
图 168: 微信小程序生态: 助力赋能各行业



数据来源: 广发证券发展研究中心

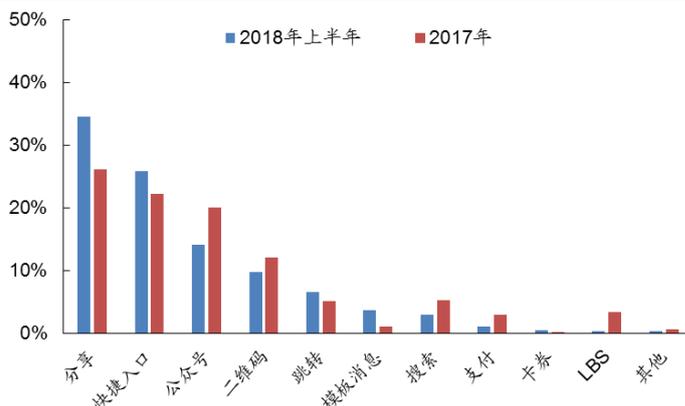
从小程序类型看，游戏、电商和生活服务类小程序占比较大。根据阿拉丁报告，2018年上半年在各类小程序中，C端访问量前2大类型是游戏和电商，分别占35%和23%，B端开发者占比最多的是生活服务、电商、游戏，占比分别为18%、17%、13%。C端访问的其他主要小程序类型还包括工具、出行、生活服务、餐饮、社交、摄影等。

图 169: 2018 年上半年小程序 C 端访问及 B 端分布



数据来源: 阿拉丁, 广发证券发展研究中心

图 170: 2018 年上半年小程序用户场景入口分布



数据来源: 阿拉丁, 广发证券发展研究中心

从商业模式角度, 游戏变现方式包括广告和道具内购, 腾讯与研发商分成, 商业服务类(电商/生活服务/线下商户)小程序目前腾讯以为其导流、提供支付服务、云服务等为主, 并收取营销推广费、支付服务费、云服务费等。对商业服务类小程序贡献的收入测算, 我们参考阿里和京东核心电商业务, 其收入主要来自向商家收取营销服务费和交易佣金。

(1) 小游戏

表 61、小游戏流水与利润估算 (2018)

合计 (亿元人民币)	保守	中性	乐观
总流水	40	60	80
总净利润	10.6	16.7	23.4
<b>收入 1: 道具内购</b>	<b>保守</b>	<b>中性</b>	<b>乐观</b>
总流水	20	30	40
月流水超过 50 万元的部分, 腾讯分成比例	40%	40%	40%
假设: 月流水超过 50 万元总金额占比	60%	70%	80%
腾讯分成收入	4.8	8.4	12.8
假设: 净利润/分成收入比例	70%	70%	70%
净利润	3.4	5.9	9.0
<b>收入 2: 广告</b>	<b>保守</b>	<b>中性</b>	<b>乐观</b>
广告总流水	20	30	40
假设: 腾讯平均分成比例	60%	60%	60%
腾讯分成收入	12.0	18.0	24.0
假设: 净利润/分成收入比例	60%	60%	60%
净利润	7.2	10.8	14.4

数据来源: 微信公开课, 微信官方, 广发证券发展研究中心

小游戏收入主要来自广告和道具内购, 道具内购目前还只在安卓渠道商业化。根据微信公开课, 微信小游戏自4月4日全面开放以来, 截至7月9日已发布2,000款小游戏, 数款小游戏实现总用户规模过亿, 多款小游戏单月安卓流水收入超千万。

**小游戏广告收入:** 截至7月9日小游戏广告日流水突破1千万元人民币, 超500款小游戏成为流量主(门槛DAU超1,000), eCPM超80元。**小游戏内购流水:** 已有单款小游戏月流水突破1亿元人民币, 《海盗来了》月流水突破1亿元, DAU峰值超2千万。

根据腾讯公布的分成策略, 对道具内购, 月流水超过50万元人民币的部分, 腾讯分成40%, 开发者分60%, 对小游戏广告, 单日广告收入流水10万元人民币以内(含)的部分, 开发者分50%, 超过10万元人民币的部分, 开发者分30%。

**小游戏收入和利润估算:** 我们分别对小游戏道具内购和广告业务进行估算, 2018年小游戏年流水有望到60亿元人民币, 假设2019年小游戏年流水达到80亿元人民币, 估算能贡献23.4亿元净利润。按30倍PE估算, 小游戏估值约100亿美元。

## (2) 商业服务类(电商/生活服务/线下商户)小程序

**商业服务(电商/生活服务/线下商户)**是微信生态重要场景构成, 小程序可开发、可拓展的属性, 助力微信商业服务能力大大提升。微信商业服务场景可分为: B2C/C2C电商平台(如京东、拼多多、每日优鲜、有赞、云集等)、微商(个人为主, 通过微信群和朋友圈推广)、内容电商(主要衍生自公众号, 如咪蒙、黎贝卡等)、生活服务(如美团点评)、线下商家。

**腾讯主要为商业服务小程序提供营销推广服务、支付服务、云服务、技术支持等。参考阿里巴巴和京东核心电商业务模式:** 根据阿里财报, 阿里核心电商收入主要来自营销服务费和交易佣金(Commission), 分别占2017财年总收入的56.4%和23.9%(合计贡献80.3%的收入), 2017财年营销服务费占阿里总体GMV比例为2.4%, 交易佣金占天猫GMV比例为2.4%, 二者合计占阿里总GMV的3.4%。阿里核心电商业务(剔除新零售投资、菜鸟和Lazada并表)2018财年轻调整EBITA利润率为63%(2017财年为62%)。根据京东财报, 京东2017年服务收入占GMV比例为2.4%, 18Q1为2.6%。

**我们估算微信生态商业服务GMV到2019年约9,000亿元人民币, 随着小程序日益完善+腾讯商业服务能力不断增强, 预计GMV将保持较快增长。** 京东、美团点评、拼多多、唯品会、同程艺龙、蘑菇街、有赞等头部平台预计贡献主要交易额, 内容电商、线下商家等中长尾场景增长潜力大。

**京东:** 2017年GMV约人民币1.3万亿元, 根据公开资料估算, 来自腾讯渠道的流量占比约10%左右, 2017年京东支付给腾讯的营销和支付服务费为人民币6.75亿元。今年京东618期间, 京东小程序的访问人次同比增长超过46倍, 下单用户数同比增长66倍; 京东购物小程序累计用户超1.64亿; 微信平台 and 手机QQ平台累计参与互动人次突破3.6亿; 超过1万家品牌及店铺通过京东开普勒开通小程序; 超过4万家线下店在618期间通过京东便利店线上小程序售卖商品。

**拼多多:** 2017年GMV达人民币1,412亿元, 18Q1GMV为人民币662亿元(年化约3,000亿元), 截至2018年6月底的过去12个月GMV为2,621亿元。拼多多起家于社交电商, 用户和流量主要来自微信和QQ。腾讯主要向拼多多提供支付服务、营销推广服务、云服务, 并收取服务费。2017年拼多多向腾讯支付服务费人民币5.16亿元, 18Q1支付服务费人民币2.07亿元。

**美团点评：**2017年GMV为3,570亿元人民币（+50.6%），2017年美团点评11%的餐饮外卖交易主要来自腾讯微信和QQ渠道。2017年美团点评支付给腾讯的服务费金额合计为4.13亿元，包括营销及宣传服务费0.88亿元（不含通过代理商投放金额）、云服务及技术服务费、支付服务费3.07亿元。美团点评预期2018~2020年美团点评+摩拜支付给腾讯的相关上限金额分别为17.5亿元、25.0亿元和35.6亿元人民币，其中营销宣传服务费分别为4.5亿元、4.8亿元和5.6亿元，支付服务费分别为11亿元、17亿元、25亿元。

**同程艺龙：**2017年交易额为1,023亿元人民币（+51.0%），2017年同程艺龙活跃用户中腾讯渠道用户占66%，2017年支付给腾讯的费用为4.2亿元人民币，主要是支付服务费、技术支持费等，不含此前已支付的营销推广费。同程艺龙预计2018~2020年支付给腾讯的费用（不含此前腾讯投资时以营销推广协议换股权的费用）上限分别为人民币7.08亿元、10.00亿元、13.23亿元。

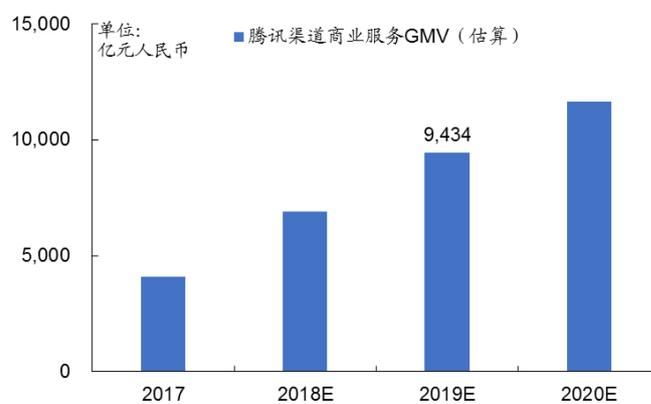
**估算商业服务类小程序商业化及估值：**假设未来腾讯提升对商业服务类小程序的商业化，参考阿里的营销服务费占比和佣金占比，考虑到小程序与第三方利益共赢，假设以商业化阶段的1.1%的营销服务费占比和0.5%的佣金占比（佣金是后续潜在收入方式）进行估算，9,000亿元GMV预期贡献收入约人民币145亿元，参考阿里核心电商业务调整后EBITA利润率为63%，考虑到商业服务类小程序依托于微信，其边际成本较低且递减，假设以商业化阶段60%的净利率估算，预期净利润约87亿元人民币。给予30倍PE估算（参考阿里和京东电商业务估值，同时参考我们对2018~2020年商业服务类小程序GMV约40%的复合增速估算），商业服务类小程序估值约400亿美元。

图 171：微信生态主要商业服务类公司



数据来源：各公司公告，广发证券发展研究中心

图 172：腾讯渠道商业服务 GMV 估算



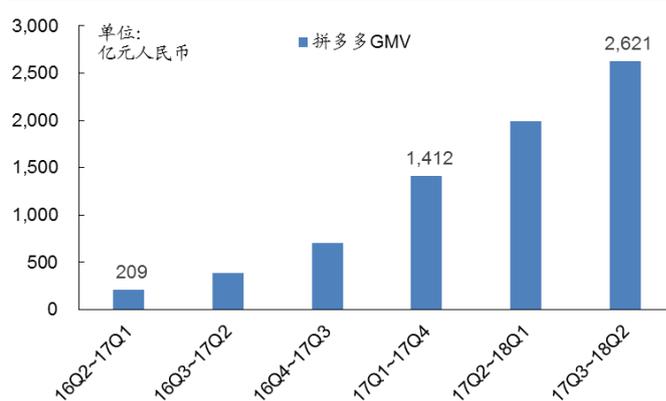
数据来源：广发证券发展研究中心

图 173: 微信生态头部商业服务类公司流量占比

公司	腾讯持股	来自腾讯渠道的流量占比	
京东	18.0%	约 10%	钱包入口、小程序
美团点评	20.1%	11%	钱包入口、小程序
拼多多	18.5%	约 60%	微信社交、小程序
同程艺龙	24.9%	约 67%	钱包入口、小程序
唯品会	7.0%	约 10%	钱包入口、小程序
蘑菇街			钱包入口、小程序
有赞			小程序
滴滴打车			钱包入口、小程序
摩拜			钱包入口、小程序

数据来源: 各公司公告, 广发证券发展研究中心

图 174: 拼多多多年 GMV 达 2,621 亿元



数据来源: 拼多多招股书, 广发证券发展研究中心

图 175: 同程艺龙支付给腾讯的服务费金额 (不含营销推广费)



数据来源: 同程艺龙招股书, 广发证券发展研究中心

图 176: 美团点评支付给腾讯的服务费金额



数据来源: 美团点评招股书, 广发证券发展研究中心

表 62: 电商公司估值参考

公司 (亿元人民币)	市值	2017 年			P/GMV	2019PE
		GMV	收入	净利润		
阿里	32,074	48,200	2,503	640	0.67	29
京东	3,645	12,944	3,623	-2	0.28	59

数据来源: 各公司财报, 彭博, ThomsonOne, 广发证券发展研究中心

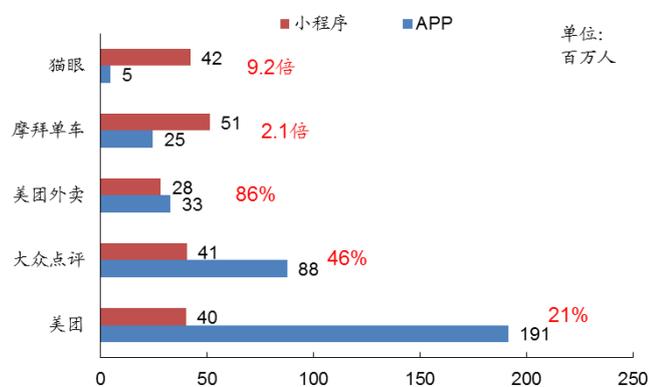
备注: 阿里数据为截至 3 月底的 2018 年财年数据; 市值截至 2018 年 7 月 15 日最新收盘市值。

(3) 综上, 假设未来腾讯提升对商业服务类小程序的商业化, 在 2019 年小游戏年流水达到 80 亿元人民币, 商业服务类小程序 GMV 达到 9,000 亿的情境下, 估算小程序估值约 500 亿美元。

以上估算包含的假设: 1、小程序促进微信商业服务能力提升, GMV 到 2019 年达到 9,000 亿元人民币; 2、假设未来腾讯提升对商业服务类小程序的商业化, 收入模式和分成比例参考业务成熟的阿里, 且假设后续腾讯向品牌商家收取佣金, 假设营销服务费率 1.1%、商家佣金费率 0.5%, 较阿里低, 主要考虑小程序处于生态构建中, 以及第三方平台公司参与生态构建、腾讯与第三方公司利益共享, 营销

服务费占比和佣金占比中约一半让利于第三方公司。3、上述主要测算了小游戏和商业服务类小程序的收入和利润，其他品类包括线上娱乐、教育、医疗等小程序处于孵化中，未单独估算。

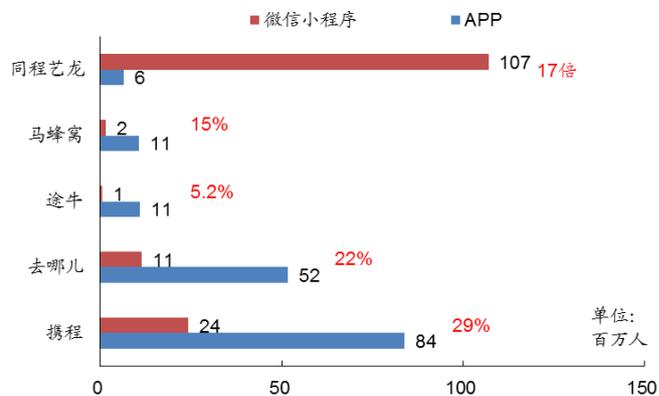
图 177: 美团主要 APP 和微信小程序 MAU 对比



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

注: 图中数据为2018年6月活跃用户数

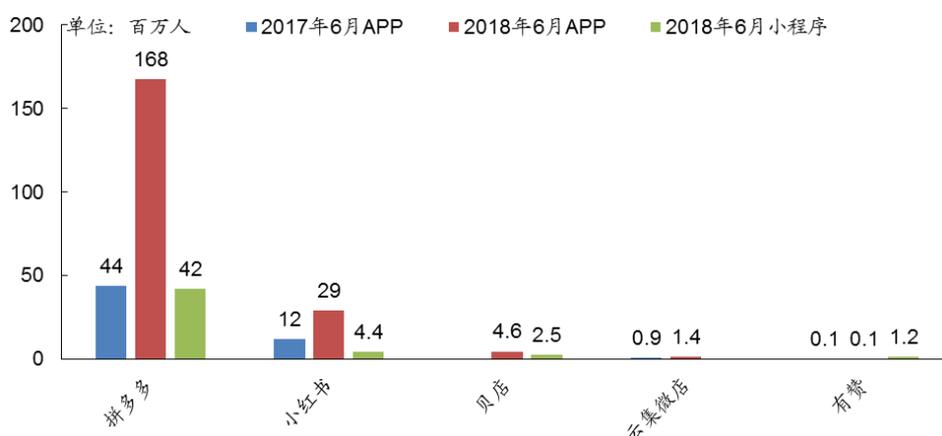
图 178: 典型在线旅游 APP 和微信小程序 MAU 对比



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

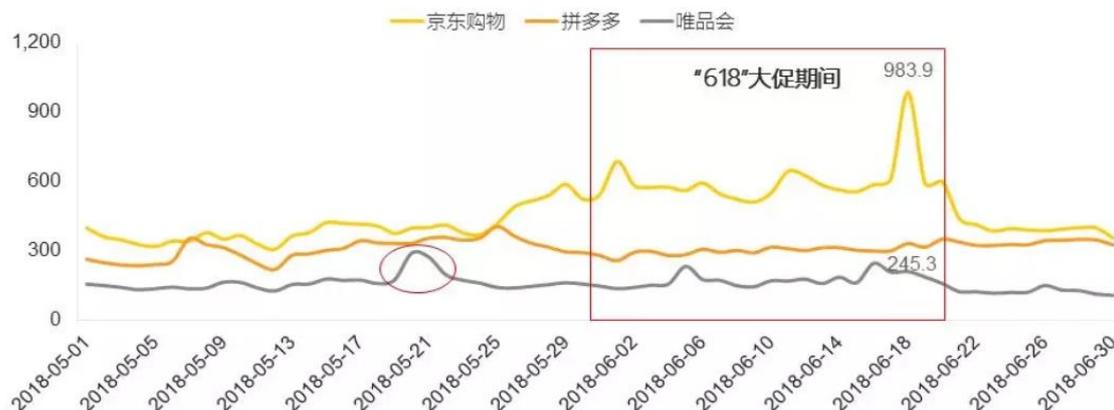
注: 图中数据为2018年6月活跃用户数

图 179: 典型社交电商 APP 和微信小程序 MAU 对比



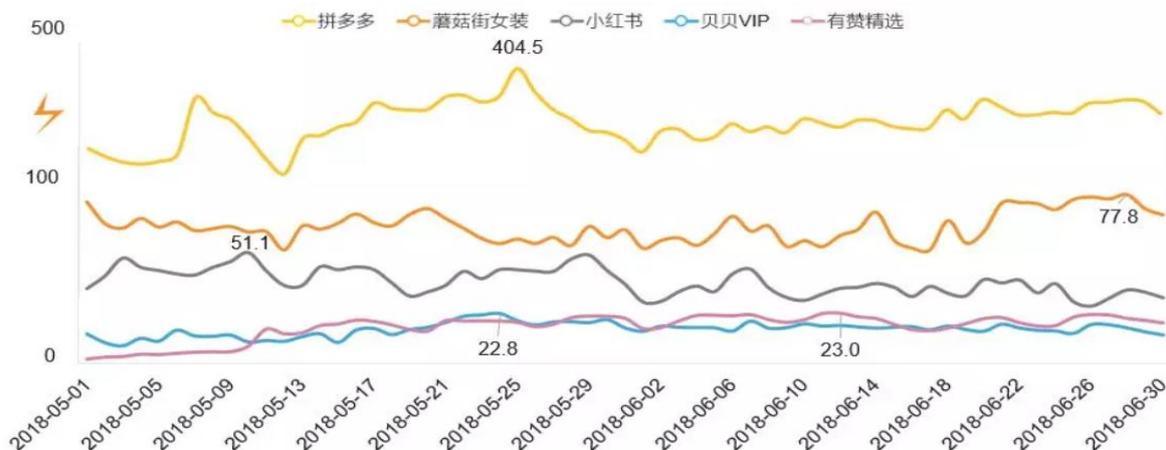
数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图 180: 2018年5~6月典型综合电商微信小程序 DAU (万人)



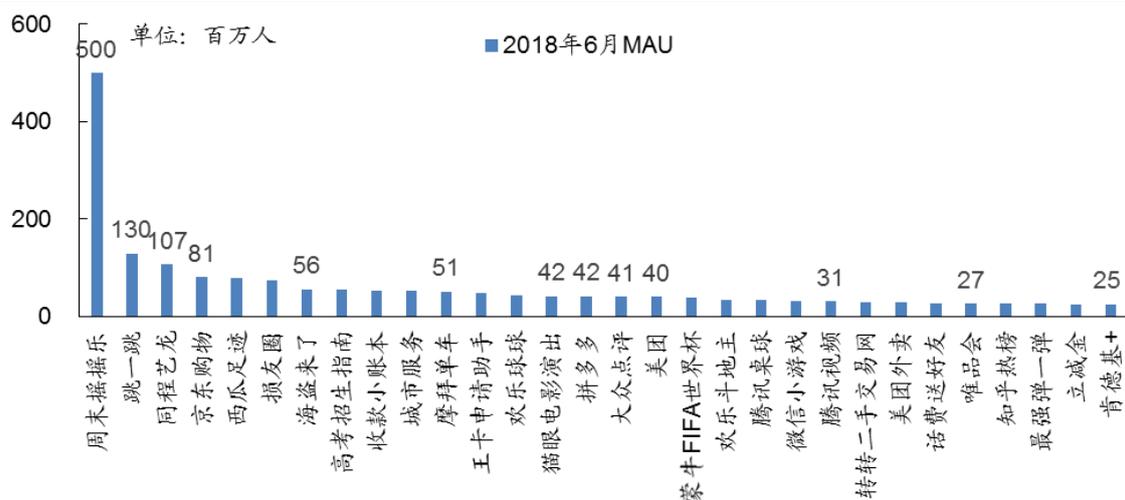
数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图 181: 2018 年 5~6 月典型社交电商微信小程序 DAU (万人)



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图 182: 2018 年 6 月微信小程序 MAU TOP30



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

## 九、投资：布局生态，投资收益可期

### 1、投资 600 多家公司

根据腾讯财报，截至17Q4腾讯累计投资超过600多家公司，地域上主要集中在中国、美国、欧洲等国家，行业方面覆盖文娱（影视、游戏、文学、音乐）、金融、电商、汽车交通等20多个行业。

2017年旗下5家公司（Netmarble、Sea、搜狗、众安保险、易鑫集团）实现IPO，2018年Q1旗下虎牙、B站成功IPO，目前美团点评、拼多多、同程艺龙、新东方在线等已提交招股书，有望于今年上市。

图 183：腾讯投资布局及战略合作伙伴



数据来源：公司官方资料，广发证券发展研究中心

图 184：腾讯近 10 年参与投资的数量及金额



数据来源：IT桔子，广发证券发展研究中心

图 185：腾讯投资公司行业分布（近 10 年）



数据来源：IT桔子，广发证券发展研究中心

表 63: 腾讯旗下投资公司 (部分)

行业	公司	投资金额	占股/轮次	投资时间	备注
游戏	盛大游戏	30 亿元人民币	战略投资	2018	中国, 代表游戏《传奇世界》《冒险岛》等游戏
	Kakao Games	1400 亿韩元, 腾讯领投	战略投资	2018	韩国移动社交游戏平台
	Bluehole	约 6117 万美元	战略投资	2017	韩国, 《绝地求生》开发商
	西山居	1.43 亿美元	9.90%	2017	中国, 代表游戏《剑网 3》
	Riot Games	2008 年投资获得 22.34% 股权, 2011 年 2.31 亿美元增持至 92.78%, 2015 年完成收购	100%	2015	美国, 《英雄联盟》开发商
	动视暴雪	23.4 亿美元, 腾讯参投	与其他出资方共享动视暴雪约 24.7% 股权	2013	美国游戏开发商
文化娱乐	Epic Games	3.3 亿美元	48.40%	2012	美国, 《堡垒之夜》母公司
	虎牙直播	4.6 亿美元	战略投资	2018	游戏直播平台
	斗鱼 TV	6.3 亿美元	战略投资	2018	游戏直播平台
		15 亿人民币, 腾讯领投	C 轮	2016	
		1 亿美元, 腾讯参投	B 轮	2016	
	趣头条	2 亿美元, 腾讯领投	B 轮	2017	内容资讯类 APP
	猫眼电影	10 亿人民币	5.00%	2017	在线票务平台
	逻辑思维-得到	9.6 亿人民币, 腾讯参投	C 轮	2017	知识资讯类 APP
	快手	3.5 亿美元, 腾讯领投	D 轮	2017	短视频 APP
	新榜	1.8 亿人民币, 腾讯参投	B 轮	2017	信息科技有限公司
	知乎	1 亿美元, 腾讯参投	D 轮	2017	网络问答社区
	博纳影业	25 亿人民币, 腾讯参投	A 轮	2016	电影制作发行公司
	YG 娱乐	3000 万美金	4.50%	2016	韩国三大娱乐公司之一
	微影时代	30 亿人民币, 腾讯参投	C+轮	2016	在线票务平台
	华谊兄弟	12.79 亿人民币	8.10%	2015	影视制作发行有限公司
龙珠直播	数千万人民币	A 轮	2014	直播平台	
金融	中金公司	28.64 亿港元	4.95%	2017	中外合资投资银行
	水滴互助	1.6 亿人民币, 腾讯参投	A 轮	2017	互联网互助平台
	富途证券	1.455 亿美元, 腾讯领投	C 轮	2017	港股美股证券互联网券商
	轻松筹	2800 万美元, 腾讯参投	C 轮	2017	社交众筹平台
	陆金所	12.16 亿美元, 腾讯参投	B 轮	2016	互联网综合理财平台
	中国邮政	451 亿人民币, 腾讯参投	战略投资	2015	银行
	众安保险	1.5 亿人民币, 腾讯参投	10.42%	2014	互联网保险公司
电商	人人贷	1.3 亿美元, 腾讯参投	A 轮	2014	P2P 平台
	唯品会	8.63 亿美元, 腾讯京东	腾讯 7%, 京东 5.5%	2017	综合电商
	拼好货	数千万美元, 腾讯参投	C 轮	2017	C2B 闪购平台
	每日优鲜	1 亿美元, 腾讯参投	C 轮	2017	生鲜交易平台
	Flipkart	14 亿美元, 腾讯参投	F 轮	2017	印度最大电商公司
	京东	数亿美元	21.25%	2016	综合电商
	拼多多	1.1 亿美元, 腾讯参投	B 轮	2016	团购平台
	小红书	1 亿美元, 腾讯领投	C 轮	2016	购物分享类平台
硬件	美丽说	数千万美元, 腾讯领投	D 轮	2012	白领女性时尚消费品牌
	雷鸟科技	4.5 亿人民币	16.70%	2017	LED 控制器、人工智能以及智能控制系统等研发厂商
	小电	4.5 亿人民币, 腾讯跟投	A 轮+B 轮	2017	智能充电设备
	酷开	3 亿人民币	战略投资	2017	互联网电视

	Essential Phone	3 亿美元, 腾讯参投	B 轮	2017	智能手机
	微鲸科技	20 亿人民币, 腾讯参投	A 轮	2015	智能电视、视频直播和内容自制领域
	妙手医生	5 亿元人民币, 腾讯领投	C 轮	2018	互联网医院
	医联	4 亿人民币, 腾讯参投	C 轮	2017	实名医生平台
医疗健康	好大夫在线	2 亿美元, 腾讯领投	D 轮	2017	医疗在线咨询, 互联网医院
	碳云智能科技	10 亿人民币, 腾讯参投	A 轮	2016	医疗健康大数据
	新氧网	5000 万美元, 腾讯参投	C 轮	2016	O2O 医美平台
	挂号网	3.94 亿美元, 腾讯参投	E 轮	2015	互联网分级诊疗平台
	丁香园	7000 万美元	C 轮	2014	医疗健康互联网公司
社交网络	Snapchat	数亿美元	超过 12%	2017	“阅后即焚”照片分享应用
	Kakao Talk	4.03 亿人民币	13.54%	2012	韩国即时通讯软件
物流	货车帮	1.56 亿美元, 腾讯参投	B+轮	2017	货运共享平台
汽车	人人车	3 亿美元, 腾讯参投 C 轮: 8500 万美元, 腾讯领投 D 轮: 1.5 亿美元, 腾讯领投	战略投资	2018	综合型汽车交易服务
	蔚来汽车	10 亿美元, 腾讯领投	C 轮	2017	新能源汽车
	Tesla	18 亿美元	5.00%	2017	新能源汽车
	优信二手车	1500 万美元, 腾讯参投	A 轮	2013	二手车交易平台
	中国联通	780 亿人民币, 腾讯参投	战略投资	2017	固定通信业务、移动通信业务
教育	宝宝玩英语	1.5 亿人民币, 腾讯领投	B 轮	2018	幼儿英语
	分答	数千万人民币	A+轮	2016	付费语音问答平台
	新东方在线	3.2 亿人民币	12.29%	2016	英语培训
工具软件	搜狗	4.48 亿美元并购	36.50%	2013	搜索工具
	猎豹移动	数千万美元, 腾讯参投	B 轮	2012	移动 WiFi
房产服务	链家网	30 亿人民币, 腾讯参投	D 轮	2017	全价值链房产服务平台
		60 亿人民币, 腾讯参投	B 轮	2016	
本地生活&零售	步步高	16 亿人民币, 腾讯京东	腾讯 6%, 京东 5%	2018	零售
	海澜之家	25 亿人民币	5.31%	2018	服装零售
	永辉超市	42 亿人民币	5.00%	2017	零售超市
	摩拜单车	D 轮: 2.15 亿美元, 腾讯参投 E 轮: 6 亿美元, 腾讯参投		2017	共享单车
	Go-Jek	12 亿美元, 腾讯领投	B 轮	2017	印尼打车服务公司
本地生活&零售	Ola Cabs	20 亿美元, 腾讯参投	F 轮	2017	印度网约车服务平台
	美团点评	40 亿美元, 腾讯领投	F 轮	2017	团购及生活服务
		33 亿美元, 腾讯参投	E 轮	2016	
	滴滴出行	B 轮 1500 万美元; C 轮 3 千万美元; D 轮 7 亿美元, 腾讯参投; F 轮 45 亿美元, 腾讯参投		2013~2016	打车软件
	大众点评	8.5 亿美元, 腾讯参投	F 轮	2015	商户信息、消费点评、团购等
本地生活&零售		4 亿美元	20.00%	2014	本地生活服务
	E 家洁	400 万美元, 腾讯参投	A 轮	2014	家政 O2O
	58 同城	7.36 亿美元	19.90%	2014	城市信息分类网站

资料来源: 公司财报, 36氪, 虎嗅网, IT桔子, 腾讯科技, 百度百科, 搜狐, 广发证券发展研究中心

## 2、投资公司公允价值估算

截至2017年底，腾讯资产负债表中投资性资产合计金额为2,718亿元人民币。主要包括于联营公司的投资、于联营公司可赎回工具的投资、于合营公司的投资、可供出售金融资产，截至2017年底分别为人民币1,138亿元、230亿元、78亿元、1,272亿元。于联营公司的投资：腾讯对其有重大影响力而无控制权，通常拥有20%~50%投票权的股权；以权益法入账，初始以成本确认。于合营公司的投资：以权益法入账，初始以成本确认。于联营公司可赎回工具的投资：按摊余成本扣除减值拨备列账，该等投资主要包括主营网络小区服务、网络融资业务、共享单车服务、网络游戏开发、电动车业务及其他互联网相关业务的投资公司。可供出售金融资产：投资比例通常较小、不构成重大影响，以公允价值入账。

截至2017年底于上市投资公司（包括联营公司和可供出售金融资产，不包括阅文等附属公司）权益的公允价值合共为人民币2,108亿元。

对非上市的投资公司公允价值分2部分。**1、非上市联营公司、合营公司**：截至2017年底以成本入账的非上市联营公司、于联营公司可赎回工具的投资、合营公司金额分别为528亿、230亿、78亿。这部分投资公司的公允价值估算：假设按增值1.5~2.5倍区间（参考17Q3~18Q1于联营公司的投资中上市公司公允价值增值倍数，约2.3~2.7倍；对非上市的投资公司，谨慎按1.5~2.5倍）计算，则这部分公允价值区间为人民币1,673亿~2,509亿元。**2、以公允价值入账的非上市可供出售金融资产**为人民币710亿元。综上，上述2部分合计为**1,988亿~2,825亿元**。

综上，我们估算截至2017年底腾讯旗下投资公司公允价值区间为**4,097亿~4,933亿元**。

表 64：腾讯旗下投资公司公允价值估算（截至 2017 年底）

项目	资产负债表中 资产 (人民币)		上市的投资公 司公允价值 (人民币)	截至 2017 年底非上市的投资公司公允价值 估算 (人民币)		
	16Q4	17Q4	17Q4	按 1.5 倍增 值计算	按 2 倍增值计 算	按 2.5 倍增 值计算
于联营公司的投资	700	1,138				
上市企业	385	609	1,570			
非上市企业	315	528		793	1,057	1,321
于联营公司可赎回工具的投资	96	230		345	460	574
于合营公司的投资	6	78		117	157	196
可供出售金融资产	838	1,272				
于上市企业的股权投资	205	539	539			
于非上市企业的股权投资	626	710		710	710	710
其他	7	24		24	24	24
<b>合计</b>	<b>1,641</b>	<b>2,718</b>				
上市的投资公司			2,108			
非上市的投资公司				1,988	2,406	2,825
<b>合计</b>				<b>4,097</b>	<b>4,515</b>	<b>4,933</b>

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 十、财务分析

### 1、2018Q1总营收同比增长48.3%，净利润保持稳健增长

**总收入:** 2015~2017年腾讯总收入分别为人民币1,029亿元、1,519亿元(+48%YoY)、2,378亿元(+56% YoY); 2018Q1总营收为人民币735亿元, 同比增长48.4%, 环比增长10.7%, 公司整体收入保持高增长。

**净利润:** 2015~2017年腾讯归母净利润为人民币288亿元、411亿元(+43% YoY)、715亿元(+74% YoY); 2018Q1公司归母净利润达到233亿元, 同比增长61%, 环比增长12%, 自2006年上市以来公司归母净利润保持高增长。

**NonGAAP净利润:** 2015~2017年NonGAAP净利润分别为人民币323亿元、454亿元(+40.8% YoY)、651亿元(+43.4% YoY), 18Q1NonGAAP净利润为人民币183亿元, 同比增长28.9%, 环比增长4.9%。调整部分主要包括投资公司收益/亏损净额、股份酬金、无形资产摊销、减值拨备(NonGAAP净利润=归属母公司净利润+股份酬金-来自投资公司的收益+无形资产摊销+减值拨备)。以2017年为例, 全年调整金额为人民币64亿元, 其中投资公司收益181亿元, 股份酬金69亿元, 无形资产摊销17亿元, 减值拨备31亿元。以2017年为例, NonGAAP净利润为人民币651亿元, 其中GAAP净利润715亿元, 股份酬金69亿元, 投资公司收益-181亿元, 无形资产摊销17亿元, 减值拨备31亿元, 全年调整额为-64亿元。

**毛利率:** 2015~2017年腾讯总体毛利率分别为59.5%、55.6%、49.2%, 2018Q1毛利率为50.4%。毛利率虽然略有下降但仍然维持在较高水平, 2018Q1毛利率同比下降0.9个百分点, 环比上升3个百分点。毛利率下降主要是公司业务结构趋于多元化, 部分业务在培育期毛利率较低, 随着低毛利率业务收入占比提升, 整体毛利率随之下降。

**净利率:** 2015~2017年公司的归母净利率为28.0%、27.0%、30.1%; 2018Q1净利率为31.7%。

**其他收益净额:** 包含投资公司收益/亏损、补助及退税、无形资产减值拨备、及股息收入, 随着投资公司陆续上市, 投资公司收益/亏损随之增加。2015~2017年公司其他经营净收益分别为人民币19亿元、36亿元(+91% YoY)、201亿元(+460% YoY)。公司投资600多家公司, 投资公司上市产生视同处置收益, 2017年投资的5家公司(Netmarble、Sea、搜狗、众安保险、易鑫集团)实现IPO, 其中众安保险、Netmarble、搜狗因IPO而摊薄产生收益为人民币57亿元, 易鑫因首次公开售股后将其可赎回工具转为普通股产生视同处置收益约人民币37亿元。18Q1其他收益净额为人民币76亿元(+138% YoY), 主要因为若干投资公司(于短视频分享、新闻信息流、网络游戏及视频内容创作等垂直领域)的估值增加而产生的公允价值收益(该部分产生人民币60.42亿净收益, 包括B站、虎牙等), 以及因若干投资公司的资本活动而产生的视同处置及处置收益净额。

### 2、业务结构趋于均衡, 游戏和订阅增值收入仍稳健增长, 广告、其他业务收入占比逐渐提升

**游戏:** 2015~2017年网络游戏收入分别达到人民币566亿元、708亿元(+26.4% YoY)、979亿元(+38.2% YoY), 占总收入比例达到55.0%、46.6%、41.2%; 2018Q1达到288亿元(+26.2%YoY), 占总收入39.1%。网络游戏业务维持稳健增长, 行业

地位进一步巩固；随着腾讯业务多元化，游戏收入占比下降，非游戏业务占比提升，提供多元增长引擎。

**PC游戏：**2015~2017年PC游戏业务的收入分别为人民币353亿元、447亿元（+26.8% YoY）、551亿元（+23.2% YoY），占总营收比分别为34.3%、29.4%、23.2%；2018Q1PC游戏收入为人民币141亿元，同比持平，环比增长10.2%。PC游戏活跃用户数因用户持续向移动端迁移而下降，而核心用户参与度大致保持稳定，6月迎来国服10周年庆祝活动的《地下城与勇士》，在Q1创下季度收入新高。《堡垒之夜》PC版和PUBG的PC版正申请版号，《堡垒之夜》于4月开始预约注册，还将推出多款沙盒游戏，同时公司正在加大与斗鱼及虎牙等直播平台的合作，增加游戏推广力度。

**手游：**2015~2017年手游业务收入分别为人民币213亿元、377亿元（+77.0% YoY）、628亿元（+66.6% YoY），占总收入比达到20.7%、24.8%、26.4%；2018Q1手游收入达到人民币217亿元（+68.2% YoY），贡献30%营收。2018Q1手游收入的增长主要受《王者荣耀》及《QQ飞车手游》等自研手游带动，《王者荣耀》仍是中国iOS最畅销排行榜排名第一的手游，DAU保持双位数同比增长，自研的《QQ飞车手游》紧随其后位列第二。PUBG手游上线后大受欢迎仍未在中国商业化，海外商业化刚开始。

**广告：**2015~2017年网络广告收入分别为人民币175亿元、270亿元（+54.4% YoY）、404亿元（+49.9% YoY），占收入比重达到17.0%、17.8%、17.0%；2018Q1收入达到107亿元（+55.2% YoY），收入占比14.5%。广告收入贡献稳定，社交广告从18Q2开始明显提速。

**社交广告及其他：**2015~2017年社交广告及其他广告收入分别为人民币88亿元、155亿元（+76.1% YoY）、256亿元（+65.2% YoY），占收入比重达到8.6%、10.2%、10.8%；2018Q1收入达到人民币74亿元（+68.8% YoY），收入占比为10.1%。社交广告及其他广告增长主要受益于广告主基数扩大而提高了微信朋友圈广告填充率以及移动广告联盟CPC增长，微信朋友圈的广告展示量于3月底，由之前每天1条增加至每天最多2条。由于社交及信息流产品的广告加载率远低于行业的比例，社交及其他广告会保持长期持续增长。QQ看点（QQ内置新闻信息流服务）日活跃账户超过8,000万，QQ看点优化了短视频的推荐，从而推动视频观看量同比增长300%。

**媒体广告：**2015~2017年网络广告收入分别为人民币87亿元、115亿元（+32.3% YoY）、148亿元（+29.4% YoY），占总收入比例为8.4%、7.5%、6.2%；2018Q1收入达到33亿元（+31.5% YoY），占总收入4.5%。媒体广告增长主要受视频广告增长驱动，由于视频播放量增长及在自制内容内开拓创新广告形式带动的腾讯视频收入增长，18Q1视频广告收入同比增长64%。

**社交网络：**2015~2017年社交网络收入分别为人民币241亿元、370亿元（+53.5% YoY）、561亿元（+51.8% YoY），占收入比重达到23.4%、24.3%、23.6%；2018Q1收入达到181亿元（+47.2% YoY），收入占比24.6%。社交网络的收入增长主要受益于数字内容服务（直播、视频、全民K歌、阅读等）与游戏内虚拟道具销售收入的增长。18Q1视频订购收入同比增长85%，移动端日活跃账户数及每个用户使用时长均实现同比快速增长，受自制及产品的优质内容所推动，移动端日均视频播放量

同比增长逾60%。

**其他业务：**2015~2017年其他业务收入分别为人民币47亿元、172亿元（+263.1% YoY）、433亿元（+152.6% YoY），占总收入比例分别为4.6%、11.3%、18.2%；2018Q1收入为160亿元（+111.2% YoY），收入占比进一步提升至21.7%。2018Q1其他业务收入大幅增长，主要是因为线下商业支付交易量及消费者提现手续费快速增长。受游戏、视频、电子商务及 O2O 行业的增长所推动，云服务收入同比增长逾 100%。公司针对金融、市政及零售客户的需求推出新的定制化云产品。

### 3、销售费用率、管理费用率有效控制，费用率呈下降趋势。

**销售费用率：**2015~2017年公司销售费用分别为人民币80亿元、121亿元（+51.8% YoY）、177亿元（+45.5% YoY），销售费用率分别为7.8%、8.0%、7.4%；2018Q1销售费用为人民币56亿元（+76.4% YoY），销售费用率为7.6%。销售费用增长主要是支付、手游、新闻信息流等市场推广开支增加。

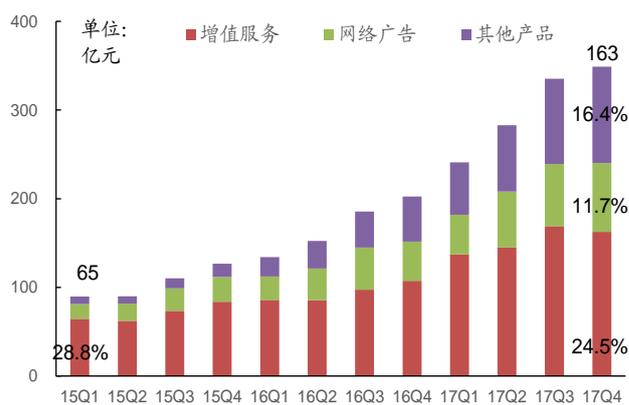
**管理费用率：**2015~2017年公司管理费用及管理费用率分别为人民币168亿元、225亿元（+33.5% YoY）、168亿元（+47.2% YoY），管理费用率分别为16.4%、18.0%、16.3%；2018Q1管理费用为人民币94亿元（+34.5% YoY），管理费用率为12.8%。管理费用增加主要是研发开支及雇员成本增加。

图 186: 公司收入构成



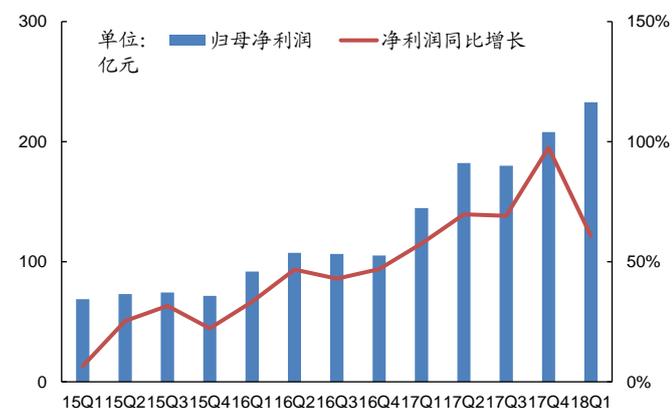
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 187: 公司营业成本构成



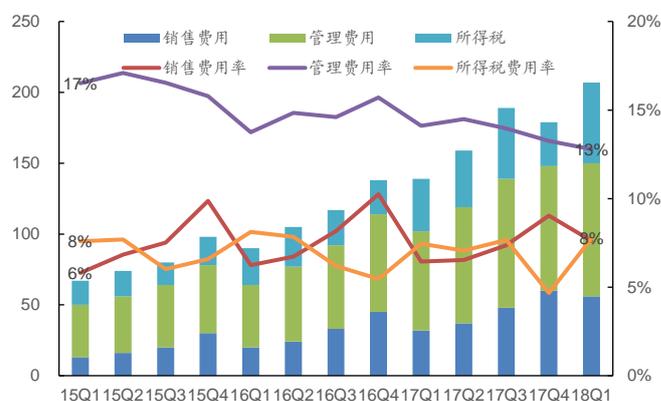
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 188: 公司净利润及增速



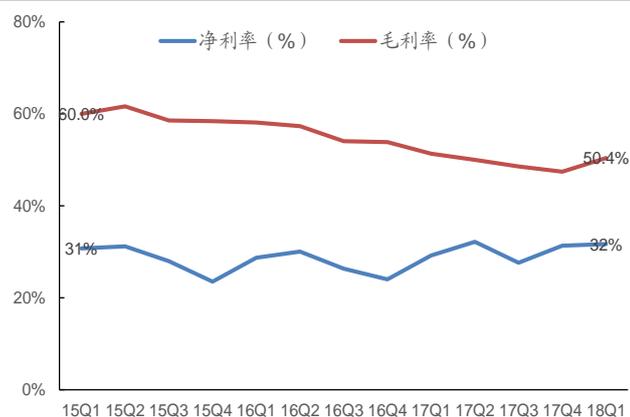
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 189: 公司各费用情况



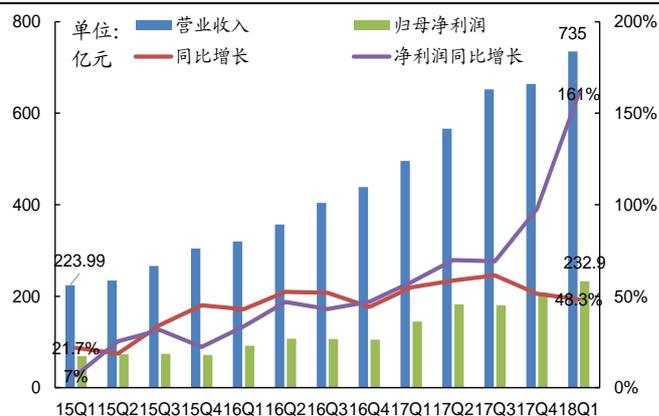
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 190: 公司净利率和毛利率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 191: 公司营业收入、净利润及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 十一、盈利预测与估值

### 1、盈利预测

腾讯以即时通讯和社交为核心，构建C端（游戏、视频、用户付费）和B端（支付、小程序、云服务）生态，C端具领先优势且仍增长，B端布局未来，处于快速成长中。18Q1手游收入同比70%高增长，为全年手游增速奠定不错基数，生存类手游高DAU尚未规模变现，储备DNF/天堂2/剑网3等大IP手游；3月底广告提速，目前加载率仍偏低，仍有持续增长空间；移动支付市占率40%+小程序助力赋能各行业+云服务构建B端商业生态，不断扩大场景、时间，加固腾讯生态。

预计腾讯2018~2020年收入增速分别为42.3%、36.8%、34.0%，毛利率分别为47.8%、46.3%、45.1%，2018~2020年GAAP净利润增速分别为23.0%、25.1%、28.5%，NonGAAP净利润增速分别为27.6%、28.2%、28.4%。预计2018~2020年GAAP净利润分别为人民币880亿元、1,100亿元、1,413亿元，NonGAAP净利润分别为人民币831亿元、1,065亿元、1,367亿元。

**（1）游戏业务：综合腾讯游戏产品储备及行业发展阶段，预计2018~2020年游戏业务收入同比增长14.9%、15.2%、8.5%，其中手游同比增长31.6%、23.3%、14.8%，PC游戏同比增长2.2%、7.0%、3.4%。**高用户量的生存类游戏版号未落地，影响商业化进程，短期或影响2018年游戏业务收入增速，预计将于2018年底或2019年初会逐渐贡献收入。

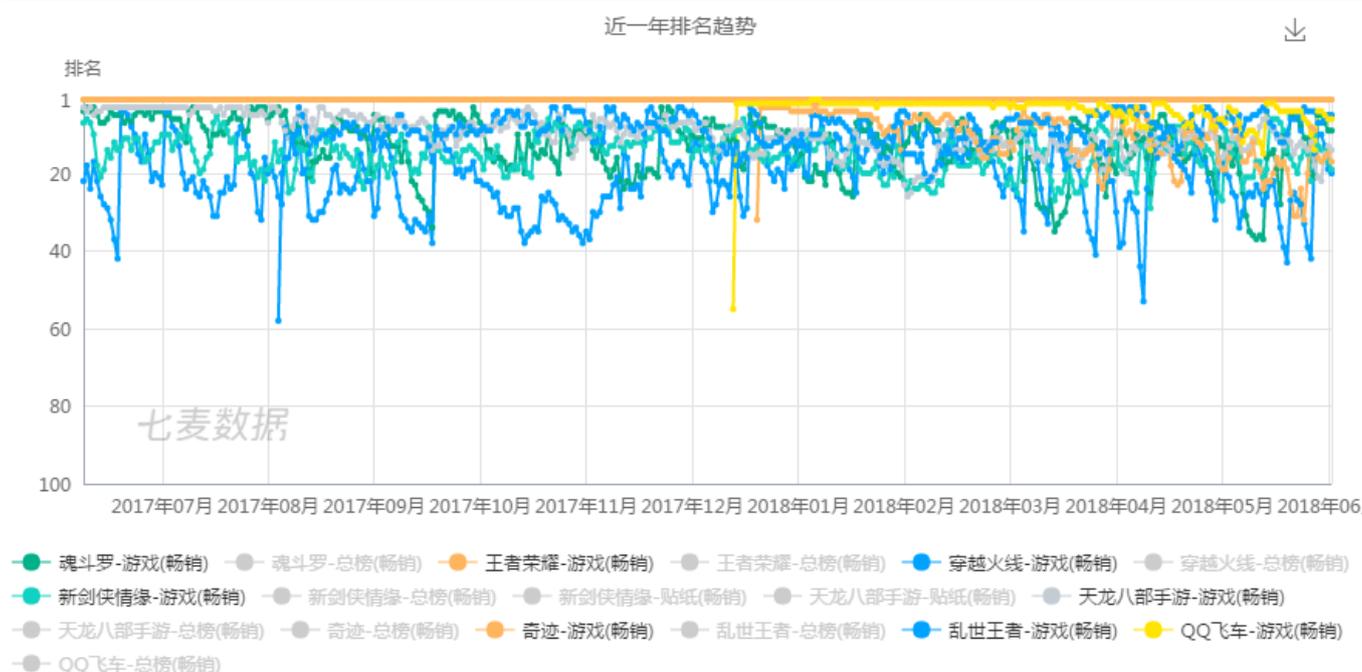
**主要在运营手游流水稳健。**腾讯在运营主要游戏（部分）近一年排名基本稳定在TOP30，其中《王者荣耀》稳居畅销榜首位，18Q1日活用户达到1.3亿，仍同比2位数增长，考虑到游戏生命周期，预计2018年流水会略增，2019年达到稳定阶段；《乱世王者》《魂斗罗》《穿越火线》《新剑侠情缘》等游戏上线1~3年，至今仍在畅销榜TOP20，这几款游戏处于成熟阶段，预计未来几年流水稳健。

**微信/手Q每季度上线5~8款新手游。**18Q1新上线包括《QQ飞车》《奇迹觉醒》等，18Q2新上线《FIFA足球世界》《魔力宝贝》《拳皇命运》《传奇世界3D》等新游，18Q3新上线《自由幻想》。今年上线的游戏将在今年及后续贡献收入。**储备头部精品手游：**PUBG手游上线后积累高DAU仍未在中国商业化，目前在申请版号中，我们保守假设该游戏于2019年在国内开始加速商业化，该游戏将在2019年及后续贡献增量收入；储备的《地下城与勇士》我们假设于2019年上线并在2019年及后续贡献收入，《天堂2》、《剑网3》将于18Q4及2019年上线。

**运营全球最赚钱3大端游，包括《英雄联盟》、《地下城与勇士》及《穿越火线》，同时拿到2017年及2018年最火的3大生存竞技类端游《绝地求生》、《堡垒之夜》、《生存王者》国服代理。**《堡垒之夜》端游国服目前在版号申请中，预计将对2019年及后续端游收入产生正向贡献。

**其他潜在增长点：电竞（手握主要电竞游戏IP和电竞平台）、WeGame（对标Steam平台，Steam2017年销售收入43亿美元，中国活跃玩家占11%）。**

图 192: 腾讯主要在运营手游(部分)近1年iOS畅销榜排名稳定



数据来源: 公司官方资料, 广发证券发展研究中心

表 65: 2018 年微信/手 Q 游戏项目储备

序号	游戏名称	游戏具体类型	代理/自研
1	石器时代	待定	代理
2	地下城与勇士(2D)	角色扮演游戏	代理
3	天堂2: 革命	待定	代理
4	轩辕剑手游	角色扮演游戏	代理
5	极品飞车 OL 手机版	竞速	代理
6	拳皇命运	格斗	代理
7	剑网3: 指尖江湖	待定	代理
8	剑侠情缘2	待定	代理
9	妖精的尾巴: 魔导少年	待定	自研
10	消除者联盟	待定	自研
11	初音未来: 梦幻歌姬	待定	代理
12	FIFA 足球世界	体育	代理
13	传奇世界3D	待定	代理

数据来源: 公司官方资料, 广发证券发展研究中心

**表 66: 腾讯 UP2018 发布 16 款重点手游 (9 款代理+7 款自研)**

序号	游戏	研发商	类型	上线时间
1	《圣斗士星矢》	腾讯天美工作室	回合制	4 月
2	《传奇世界 3D》	盛大游戏	MMORPG	5 月
3	《侍魂: 胧月传说》	乐道互动	动作 RPG	5 月
4	《一起来捉妖》	腾讯	区块链	5 月
5	《雪鹰领主》	腾讯北极光工作室	MMORPG	5 月
6	《红警 OL》手游	西木工作室	策略战争 RTS	7 月
7	《云裳羽衣》	西山居	恋爱换装	暑期
8	《暗黑之书》	帝释天软件	ARPG	暑期
9	《斗破苍穹: 斗帝之路》	腾讯	RPG	暑期
10	《自由幻想》手游	腾讯光子工作室	MMO	预约
11	《电击文库: 零境交错》	91Act 和世嘉	二次元	不详
12	《猎人》手游	蓝图	二次元 ARPG	不详
13	《云梦四时歌》	完美世界	唐风 RPG	不详
14	《完美世界》手游	完美世界	MMORPG	不详
15	《王牌捉妖师》	腾讯光子工作室	AR 收集养成	不详
16	《火影忍者 OL》手游	万代南梦宫娱乐和魔方工作室	策略	不详

数据来源: 腾讯UP2018, 广发证券发展研究中心

**表 67: 2018 年腾讯 PC 游戏项目储备**

	游戏名称	游戏具体类型	代理/自研
ACGs	火源计划	第一人称射击 (FPS)	代理
	兽人必须死	塔防在线战术竞技 (TOBA)	代理
	虚幻争霸	多人在线战术竞技 (MOBA)	代理
	火箭联盟	体育 (sports)	代理
	百变球球	动作、射击、第三人称、街机模式	代理
	足球在线	体育 (sports)	代理
	堡垒之夜	第一人称射击 (FPS)	代理
	生存王者	第一人称射击 (FPS)	代理
	绝地求生	第一人称射击 (FPS)	代理
MMOGs	王牌对决	2D 街机游戏风格大型多人网络游戏	代理
	灵山奇缘	回合制角色扮演游戏 (RPG)	自研

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**表 68: 腾讯 UP2018 发布 6 款重点端游**

	游戏	研发商	类型
1	《罗博造造》	Freejam	沙盒
2	《艾兰岛》	Bohemia Interactive	沙盒
3	《手工星球》	腾讯	沙盒
4	《NBA2KONLINE2》	Take-Two	运动
5	《堡垒之夜》	Epic Games	战术竞技
6	《万智牌: 竞技场》	威世智	卡牌

数据来源: 腾讯UP2018, 广发证券发展研究中心

**(2) 广告业务:** 从单用户广告收入、公司广告加载率、广告业务毛利率看, 公司广告业务还有很大增长空间, 社交广告自18Q2开始提速(朋友圈广告推送自3月底开始从1条增加到2条, 公众号广告位亦增加, 自6月底订阅号视图改为信息流), 信息流广告加载率仍偏低。根据前文对微信广告收入测算及微信广告增长趋势, 预计2018~2020年社交广告收入同比增长87.6%、64.0%、60.0%; 受视频广告增长驱动, 预计2018~2020年媒体广告收入同比增长23.6%、21.0%、20.0%。总体上, 预计2018~2020年广告业务收入同比增长64.1%、52.1%、51.2%。另外, 目前公司广告毛利率较社交公司(如Facebook、微博)、搜索引擎公司(如谷歌、百度)偏低, 随着社交广告收入提升, 广告业务整体毛利率预计会提升, 预计2018~2020年毛利率分别为39.1%、41.0%、42.5%。

**相比Facebook等公司, 腾讯广告仍有高增长空间。** Facebook市值约5,500亿美元左右, 广告贡献98.6%的收入, 18Q1以全球58亿月活用户(其中FB用户22亿)获得季度广告收入120亿美元, 每活跃用户单季度广告收入为2.04美元(仅以Facebook用户计算为5.45美元)。相比较, 腾讯18Q1月活用户为24亿, 单季度广告收入仅17亿美元, 每活跃用户单季度广告收入仅为0.71美元。对比全球社交公司看, Twitter每活跃用户单季度广告收入为1.71美元, Line为1.38美元, 微博为0.72美元, 百度为2.48美元, 均比腾讯高。另外, 基于信息流+AI算法的今日头条以6大平台(覆盖咨询、短视频、小视频)实现用户和广告收入快速增长, 2014年推出信息流广告, 到2017年广告收入达150亿元。对比看, 腾讯拥有多个头部社交+资讯+视频APP, 广告仍处于较低的变现状态。

表 69: 全球主要社交媒体及互联网公司广告价值对比

公司	市值 (亿美元)	18Q1 广告收入 (百万美元)	18Q1 收入 (百万美元)	广告收入/ 总收入	18Q1(广 告)毛利率	月活跃用户 (百万)	单月活用户单季 广告收入(美元)
腾讯	4,560	1,700	11,693	14.5%	31.2%	2,408	0.71
Facebook	6,077	11,795	11,966	98.6%	83.9%	5,796	2.04
微博	6,077	303	350	86.6%	82.0%	422	0.72
Twitter	196	575	665	86.5%	66.5%	336	1.71
Line	327	231	448	51.6%		168	1.38
谷歌	8,275	26,642	31,146	85.5%	56.8%		
百度	907	2,730	3,330	82.1%	52.6%	1,100	2.48

数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 1、市值为截止7月20日最新收盘市值; 2、除腾讯毛利率为广告业务毛利率, 其他公司均为整体毛利率。

表 70: 主要资讯 APP 广告加载率对比

APP 名称	信息流广告加载率	用户数
今日头条	20%	月活用户约 2.2 亿 (2018.05)
<b>腾讯产品:</b>		
腾讯新闻	13%~17%	月活用户约 2.6 亿 (2018.05)
天天快报	未见信息流广告	月活用户约 5 千万 (2018.05)
QQ 看点	未见信息流广告	18Q1 DAU 超 8 千万

数据来源: Questmobile, 各APP官方, 广发证券发展研究中心

**(3) 社交网络:** 受益于消费升级和公司内容多元化, 公司注册订阅用户数持续增长, 从15Q1的0.82亿人增长到18Q1的1.47亿人, 18Q1订阅数仍同比增长23.6%。从付费率角度看, 视频、音乐、文学仍处于付费用户快速增长阶段。近几年社交网络占总收入比例稳定在23%~24%之间。预计2018~2020年公司社交网络收入分别同比增长45.0%、36.8%、35.0%, 占总收入比例分别为24.0%、24.0%、24.2%。

**视频:** 截至2018年2月腾讯视频订阅用户数为6,259万人, 今年1~2月新增650多万订阅用户, 付费渗透率约13%, 仍有较高增长空间; 视频订阅收入18Q1同比增长85%, 仍处于高增长阶段。

**音乐:** 版权完整, 领先优势明显。旗下3大核心音乐APP(酷狗音乐、QQ音乐、酷我音乐)月活用户合计7.7亿(2018.06); QQ音乐有8亿注册用户(2017.11), 全民K歌注册用户数有4.6亿(17Q4)。根据腾讯音乐融资资料数据显示, 腾讯音乐收入超过94亿元人民币, 净利润超过18.8亿元人民币, 2018年仍将快速增长。

**文学:** 截至2017年底, 阅文自有渠道和腾讯渠道平均月活用户为1.92亿人, 平均月付费用户为1,110万名, 付费率为5.8%, 付费率还偏低; IP运营业务处于起步阶段, 由授权向项目投资拓展, 逐步向IP综合运营迈进。

**(4) 其他业务: 支付和云服务行业高速增长。** 受益于行业快速渗透及高增长, 公司其他业务快速增长, 2016~2017年和18Q1收入分别同比增长263%、153%、111%, 毛利率分别为16.0%、21.9%和25.4%。腾讯凭借社交优势及可编程可拓展的小程序, 加快构建B端商业生态, 助力支付和云服务未来增长, 截至7月9日小程序已覆盖超150万开发者、超5,000个第三方平台。预计2018~2020年其他业务收入增速分别为80.2%、55.0%、46.0%, 毛利率分别为24.3%、25.0%和25.2%。

**支付:** 微信支付拥有8亿绑卡用户, 支付总额占中国移动支付总额约40%, 腾讯支付业务收入主要包括商家交易费率(大多为0.6%)、提现费率(0.1%)、信用卡还款手续费率(0.1%)、信贷(微粒贷)、金融产品销售等, 随着场景不断拓展渗透, 支付业务预计保持较快增长。自2018年7月1日起微信信用卡还款收取0.1%的手续费, 增加收入来源, 同时弥补“断直连”和备付金集中存管造成的收入减少。

**云服务:** 云计算市场处于爆发增长期。全国“用云量”快速增长, 2017年下半年同比增长133%, 18Q1全国用云量同比增长139%。腾讯云处于高速增长阶段, 18Q1收入同比增速超100%, 2016年全年同比增长超200%。截至2017年年底, 覆盖全球21个地区、运营36个可用区。腾讯云目前处于抢占市场阶段, 云产品降价助力市场获取, 腾讯云将保持在游戏、视频等领域领先地位, 同时加深在互联网行业的渗透力度并获得更多关键客户, 扩大在金融服务、政府机关、零售、传统产业的客户群。

表 71: 腾讯分业务预测表 (人民币亿元)

营业收入	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	351	368	421	399	469	455	503	512	807	1,078	1,540	1,938	2,408	2,908
网络游戏	228	239	268	244	288	265	288	284	566	708	979	1,125	1,296	1,406
PC 游戏	141	136	146	128	141	137	146	139	353	447	551	563	602	623
手游	129	148	182	169	217	191	206	212	213	377	628	827	1,019	1,170
社交网络收入	123	129	153	156	181	190	215	228	241	370	561	813	1,113	1,502
网络广告	69	101	110	124	107	161	186	210	175	270	404	664	1,010	1,527
社交及其他广告	44	61	69	82	74	115	135	157	88	155	256	480	788	1,261
媒体广告	25	41	41	41	33	46	51	53	87	115	148	183	222	266
其他业务	76	97	120	141	160	184	206	232	47	172	433	781	1,211	1,768
<b>合计</b>	<b>496</b>	<b>566</b>	<b>652</b>	<b>664</b>	<b>735</b>	<b>799</b>	<b>894</b>	<b>954</b>	<b>1,029</b>	<b>1,519</b>	<b>2,378</b>	<b>3,383</b>	<b>4,629</b>	<b>6,203</b>
收入增速	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	40.6%	43.3%	50.6%	36.8%	33.5%	23.5%	19.4%	28.2%	27.4%	33.6%	42.8%	25.9%	24.3%	20.8%
网络游戏	33.5%	39.3%	47.8%	31.9%	26.2%	10.9%	7.3%	16.7%	26.4%	25.2%	38.2%	14.9%	15.2%	8.5%
PC 游戏	24.0%	29.0%	27.0%	13.0%	0.0%	0.6%	0.2%	8.6%	5.2%	26.8%	23.2%	2.2%	7.0%	3.4%
手游	72.0%	54.2%	83.8%	57.9%	68.2%	29.0%	13.3%	25.7%	90.2%	77.0%	66.6%	31.6%	23.3%	14.8%
社交网络收入	56.1%	51.3%	55.8%	45.3%	47.2%	46.8%	40.5%	46.1%	29.8%	53.5%	51.8%	45.0%	36.8%	35.0%
网络广告	46.5%	55.4%	48.2%	49.1%	55.2%	58.4%	68.4%	70.0%	110.3%	54.4%	49.9%	64.1%	52.1%	51.2%
社交及其他广告	72.9%	61.0%	58.4%	68.0%	68.8%	88.7%	95.3%	90.3%	172.0%	76.1%	65.2%	87.6%	64.0%	60.0%
媒体广告	15.7%	48.0%	33.8%	22.0%	31.5%	13.3%	23.3%	29.4%	72.0%	32.3%	29.4%	23.6%	21.0%	20.0%
其他业务	224.3%	177.5%	142.6%	120.6%	111.2%	90.1%	70.7%	65.0%	57.2%	263.1%	152.6%	80.2%	55.0%	46.0%
<b>合计</b>	<b>54.9%</b>	<b>58.6%</b>	<b>61.5%</b>	<b>51.4%</b>	<b>48.4%</b>	<b>41.1%</b>	<b>37.2%</b>	<b>43.8%</b>	<b>30.3%</b>	<b>47.7%</b>	<b>56.5%</b>	<b>42.3%</b>	<b>36.8%</b>	<b>34.0%</b>
收入占比	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	70.9%	65.0%	64.6%	60.2%	63.8%	56.9%	56.2%	53.6%	78.4%	71.0%	64.8%	57.3%	52.0%	46.9%
网络游戏	46.0%	42.2%	41.2%	36.7%	39.1%	33.1%	32.2%	29.8%	55.0%	46.6%	41.2%	33.2%	28.0%	22.7%
PC 游戏	28.5%	24.0%	22.4%	19.3%	19.2%	17.1%	16.4%	14.6%	34.3%	29.4%	23.2%	16.6%	13.0%	10.0%
手游	26.0%	26.1%	27.9%	25.5%	29.5%	23.9%	23.1%	22.3%	20.7%	24.8%	26.4%	24.4%	22.0%	18.9%
社交网络收入	24.8%	22.9%	23.4%	23.5%	24.6%	23.8%	24.0%	23.8%	23.4%	24.3%	23.6%	24.0%	24.0%	24.2%
网络广告	13.9%	17.9%	16.9%	18.6%	14.5%	20.1%	20.8%	22.0%	17.0%	17.8%	17.0%	19.6%	21.8%	24.6%
社交及其他广告	8.8%	10.7%	10.6%	12.4%	10.1%	14.3%	15.1%	16.4%	8.6%	10.2%	10.8%	14.2%	17.0%	20.3%
媒体广告	5.1%	7.2%	6.3%	6.2%	4.5%	5.8%	5.7%	5.6%	8.4%	7.5%	6.2%	5.4%	4.8%	4.3%
其他业务	15.2%	17.1%	18.5%	21.2%	21.7%	23.0%	23.0%	24.3%	4.6%	11.3%	18.2%	23.1%	26.2%	28.5%
<b>合计</b>	<b>100%</b>													
毛利率	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
互联网增值服务	60.9%	60.6%	59.9%	59.3%	63.3%	60.2%	59.2%	58.5%	64.8%	65.1%	60.1%	60.2%	59.3%	58.6%
网络广告	34.8%	37.8%	36.3%	37.2%	31.2%	41.0%	40.0%	41.0%	48.8%	42.9%	36.7%	39.1%	41.0%	42.5%
其他产品	21.9%	22.4%	20.3%	22.8%	25.4%	24.3%	24.1%	23.8%	9.7%	16.0%	21.9%	24.3%	25.0%	25.2%
<b>合计</b>	<b>51.3%</b>	<b>50.0%</b>	<b>48.6%</b>	<b>47.4%</b>	<b>50.4%</b>	<b>48.1%</b>	<b>47.1%</b>	<b>46.2%</b>	<b>59.5%</b>	<b>55.6%</b>	<b>49.2%</b>	<b>47.8%</b>	<b>46.3%</b>	<b>45.1%</b>
<b>GAAP EPS</b>	<b>1.53</b>	<b>1.92</b>	<b>1.89</b>	<b>2.19</b>	<b>2.45</b>	<b>2.15</b>	<b>2.28</b>	<b>2.38</b>	<b>3.03</b>	<b>4.32</b>	<b>7.52</b>	<b>9.26</b>	<b>11.58</b>	<b>14.87</b>
<b>NonGAAP EPS</b>	<b>1.50</b>	<b>1.72</b>	<b>1.80</b>	<b>1.84</b>	<b>1.93</b>	<b>2.16</b>	<b>2.29</b>	<b>2.36</b>	<b>3.39</b>	<b>4.78</b>	<b>6.85</b>	<b>8.74</b>	<b>11.21</b>	<b>14.39</b>

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 72: 腾讯利润表预测简表

(亿元人民币)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	496	566	652	664	735	799	894	954	1,029	1,519	2,378	3,383	4,629	6,203
营业成本	241	283	335	349	365	415	473	514	416	674	1,208	1,766	2,484	3,404
其他收益净额	32	51	39	79	76	27	28	30	19	36	201	161	150	170
销售费用	32	37	48	60	56	60	70	89	80	121	177	274	366	481
管理费用	70	82	91	88	94	103	112	115	168	225	331	425	560	720
财务费用	7	8	5	9	7	7	10	10	16	20	29	33	46	62
除税前溢利	182	222	230	247	297	256	273	273	362	516	882	1,099	1,380	1,770
归属母公司净利润	145	182	180	208	233	204	217	226	288	411	715	880	1,100	1,413
Non-GAAP 归母净利润	142	164	171	175	183	205	218	225	323	454	651	831	1,065	1,367
GAAP EPS(元/股)	1.53	1.92	1.89	2.19	2.45	2.15	2.28	2.38	3.03	4.32	7.52	9.26	11.58	14.87
NonGAAP EPS(元/股)	1.50	1.72	1.80	1.84	1.93	2.16	2.29	2.36	3.39	4.78	6.85	8.74	11.21	14.39
主要比率	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.4%	48.1%	47.1%	46.2%	59.5%	55.6%	49.2%	47.8%	46.3%	45.1%
销售费用率	6.4%	6.5%	7.4%	9.1%	7.6%	7.5%	7.8%	9.3%	7.8%	8.0%	7.4%	8.1%	7.9%	7.8%
管理费用率	14.2%	14.4%	13.9%	13.3%	12.8%	12.9%	12.5%	12.1%	16.4%	14.8%	13.9%	12.6%	12.1%	11.6%
财务费用率	1.4%	1.5%	0.8%	1.3%	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.6%	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
税前利润率	36.7%	39.2%	35.3%	37.2%	40.4%	32.0%	30.5%	28.6%	35.2%	34.0%	37.1%	32.5%	29.8%	28.5%
所得税率	20.3%	18.0%	21.7%	12.6%	19.3%	17.8%	18.5%	15.0%	19.6%	19.7%	17.8%	17.7%	17.8%	17.7%
归属母公司净利率	29.3%	32.2%	27.6%	31.3%	31.7%	25.6%	24.2%	23.6%	28.0%	27.0%	30.1%	26.0%	23.8%	22.8%
NonGAAP 净利率	28.7%	29.0%	26.2%	26.3%	24.9%	25.7%	24.3%	23.5%	31.4%	29.9%	27.4%	24.6%	23.0%	22.0%
YoY	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	54.9%	58.6%	61.5%	51.4%	48.4%	41.1%	37.2%	43.8%	30.3%	47.7%	56.5%	42.3%	36.8%	34.0%
归属母公司净利润	57.6%	70.1%	69.8%	98.1%	60.6%	12.3%	20.4%	8.5%	21.0%	42.7%	74.0%	23.0%	25.1%	28.5%
Non GAAP 归母净利润	41.7%	44.8%	45.4%	41.5%	28.9%	25.3%	27.5%	28.7%	33.2%	40.8%	43.4%	27.6%	28.2%	28.4%
QoQ	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2E	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13.0%	14.2%	15.2%	1.8%	10.7%	8.6%	12.0%	6.7%						
归属母公司净利润	38.1%	25.5%	-1.1%	15.6%	12.0%	-12.3%	6.0%	4.2%						
Non GAAP 归母净利润	15.2%	15.3%	4.1%	2.2%	4.9%	12.1%	6.0%	3.2%						

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 2、估值

预计2018~2020年GAAP净利润分别为人民币880亿元、1,100亿元、1,413亿元, 2018~2020年GAAP EPS分别为人民币9.26元、11.58元、14.87元, 当前股价对应2018~2020年PE分别为35倍、28倍和22倍。预计2018~2020年NonGAAP净利润分别为人民币831亿元、1,065亿元、1,367亿元。NonGAAP EPS分别为人民币8.74元、11.21元、14.39元, 当前股价对应2018~2020年PE分别为37倍、29倍和23倍。腾讯整体收入和业绩保持强劲增长, 高用户量的生存类游戏版号未落地影响商业化进程, 短期或影响游戏业务增速, 但小程序加快B端商业生态构建, 加高社交+商业帝国壁垒, 未来在保持C端稳健增长的同时, B端成为增长亮点, 广告仍有高增长空间, 小程序商业生态加速支付、云业务渗透。

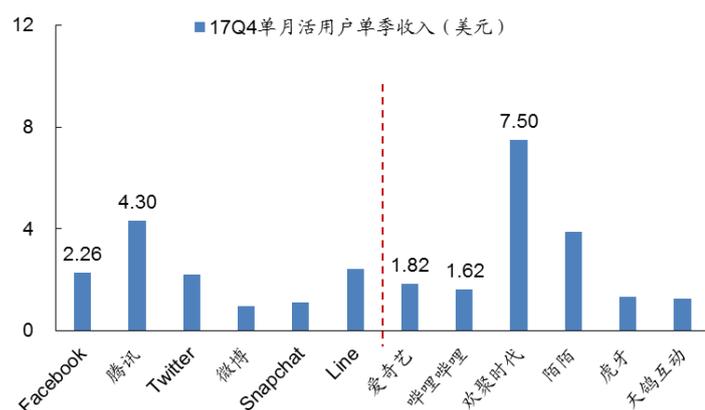
表 73: 全球主要互联网公司估值表

股票代码	公司	交易币种	收盘价	总市值 (亿美元)	EPS (美元)			PE			PS		
					2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
<b>电商</b>													
AMZN.O	亚马逊	USD	1,813	8,797	6.25	12.80	19.88	290.0	141.7	91.2	4.9	3.7	3.0
BABA.N	阿里巴巴	USD	187	4,739	4.02	5.25	6.41	46.6	35.7	29.2	11.9	7.7	5.6
JD.O	京东	USD	37	526	(0.01)	0.11	0.33		161.1	56.4	0.9	0.7	0.6
<b>搜索、门户</b>													
GOOGL.O	Google	USD	1,199	8,286	18.23	44.99	48.50	65.4	26.5	24.6	7.5	7.6	6.4
BIDU.O	百度	USD	262	915	8.03	9.34	10.68	32.7	28.1	24.6	7.1	5.7	4.8
SOGO.N	搜狗	USD	11	44	0.15	0.30	0.47	75.5	37.4	24.3	4.8	3.4	2.5
SINA.O	新浪	USD	83	59	2.19	2.54	3.89	37.8	32.7	21.3	3.7	2.6	2.0
<b>社交</b>													
FB.O	Facebook	USD	208	6,023	5.50	7.77	9.46	37.8	26.8	22.0	14.8	10.6	8.4
0700.HK	腾讯控股	HKD	376	4,560	1.15	1.44	1.87	41.7	33.2	25.6	12.5	8.7	6.5
WB.O	微博	USD	87	194	1.58	2.63	3.94	55.0	33.1	22.1	16.9	10.7	7.7
TWTR.N	推特	USD	43	327	(0.14)	0.29	0.43		152.3	102.0	13.4	11.2	9.9
SNAP.N	SNAP	USD	13	169	(2.74)	(0.65)	(0.51)				20.5	14.4	10.0
LN.N	Line	USD	45	108	0.30	0.17	0.57	151.1	268.3	79.5	7.3	5.9	5.1
035720.KS	KAKAO	KRW	114,000	77	1.33	1.53	2.32	75.8	66.0	43.6	4.2	3.6	3.1
<b>IP、视频、直播</b>													
NFLX.O	奈飞公司	USD	364	1,586	1.28	2.97	4.73	283.8	122.8	77.0	13.6	9.8	7.9
IQ.O	爱奇艺	USD	33	231	(0.12)	(0.18)	(0.16)				8.7	6.2	4.6
BILI.O	哔哩哔哩	USD	14	39	(0.31)	(0.05)	0.37			37.5	10.3	5.8	3.7
MOMO.O	陌陌	USD	45	90	0.79	1.16	1.45	28.1	19.3	15.4	6.8	4.5	3.5
YY.O	欢聚时代	USD	95	60	0.30	0.40	0.49	15.8	11.9	9.6	3.4	2.5	2.0
HUYA.N	虎牙	USD	35	72	(0.08)	(0.51)	0.58			61.6	21.4	10.3	6.6
1357.HK	美图公司	HKD	6	34	(0.01)	0.02	0.05		35.6	17.5	4.9	2.8	1.9
<b>阅读</b>													
0772.HK	阅文集团	HKD	71	81	0.09	0.17	0.25	95.3	54.0	36.1	12.9	9.1	6.7
<b>游戏</b>													
ATVI.O	动视暴雪	USD	81	614	0.36	1.89	2.33	224.8	42.6	34.6	8.7	8.2	7.6
EA.O	艺电	USD	148	454	3.40	4.34	5.07	43.5	34.1	29.2	8.8	8.1	7.6
NTES.O	网易	USD	262	344	0.50	0.48	0.58	21.0	22.0	18.0	4.2	3.2	2.5
002624.SZ	完美世界	CNY	28	56	0.18	0.21	0.26	24.4	19.9	16.2	4.7	3.8	3.2
3888.HK	金山软件	HKD	21	37	0.36	0.15	0.21	7.5	18.3	12.8	4.4	3.5	2.6
0799.HK	IGG	HKD	11	17	0.12	0.17	0.19	10.9	7.8	7.0	2.8	2.1	1.9

数据来源: 公司财报, Bloomberg, Thomson One, Wind, 广发证券发展研究中心

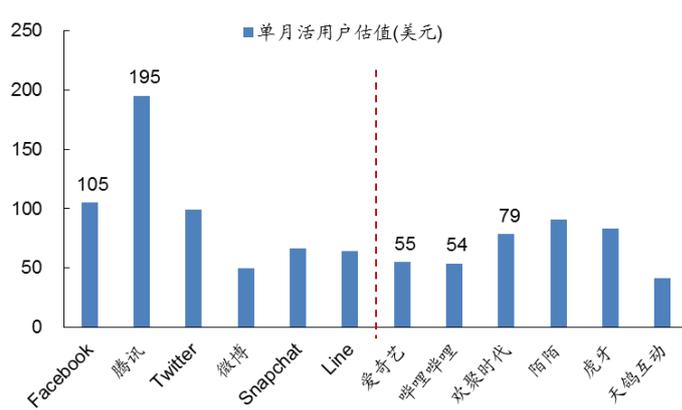
备注: 股价为截至2018年7月20日最新收盘价

图 193: 全球主要互联网公司单月活用户收入



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 194: 全球主要互联网公司单月活用户估值



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 股价为截至2018年7月20日最新收盘价

### 3、分部估值

从分部估值角度,我们对公司每块业务进行单独估值并加总,估算公司估值为**6,230**亿美元(约人民币**42,226**亿元或**48,885**亿港元)。综合考虑公司行业地位、未来成长性、当前估值,首次给予“买入”评级。

表 74: 腾讯分部估值

分业务	业务说明	持股 比例	收入 (RMB 亿元)			净利润 (RMB 亿元)			PE	PS	各业务估 值(RMB 亿元)	各业务估 值(亿美 元)
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E				
<b>游戏</b>			<b>1,179</b>	<b>1,390</b>	<b>1,622</b>					<b>11,769</b>	<b>1,736</b>	
	PC 游戏		551	563	602	220	225	241	15	3,614	533	
	移动游戏		628	827	1,019	251	331	408	20	8,155	1,203	
<b>广告</b>			<b>309</b>	<b>530</b>	<b>837</b>					<b>8,912</b>	<b>1,315</b>	
	社交广告		256	480	788				11.0	8,666	1,279	
	媒体广告 (不含视频)		53	50	49				5.0	246	36	
<b>用户付费</b>			<b>456</b>	<b>682</b>	<b>959</b>					<b>4,436</b>	<b>655</b>	
	视频(订阅+ 广告)		162	257	375				5.0	1,898	280	
	音乐	54%	94	170	264	19	37	58	30	942	139	
	文学(阅文)	55%	41	57	74	7	10	14	41	312	46	
	QQ 会员/QQ 秀/动漫等		159	199	247			99	13	1,285	190	
<b>小计</b>			<b>1,944</b>	<b>2,602</b>	<b>3,418</b>					<b>25,117</b>	<b>3,706</b>	
	支付(互联网金融)和云服务		433	781	1,211				6.4	7,636	1,150	
小程序	广告/游戏/商 业服务									3,389	500	
投资	投资 600 多 家公司									4,500	664	
现金及现 金等价物										1,425	210	
<b>合计</b>										<b>42,226</b>	<b>6,230</b>	

资料来源: 公司财报, Bloomberg, Thomson One, 广发证券发展研究中心

备注: 股价为截至2018年7月20日最新收盘价, 美元对人民币汇率6.78, 人民币兑港元汇率1.16。

#### 分部估值说明:

**1、游戏:** 参考全球可比游戏公司, 暴雪2019年PS为7.6倍, PE为35倍; EA2019年PS为7.6倍, PE为29倍; 网易2019年PE为18倍; 分别给予腾讯PC游戏和手游2019年15倍和20倍PE, 估算游戏业务估值约1,736亿美元。

**2、广告:** 分部对社交广告和媒体广告以PS进行估值。社交广告: 参考Facebook2019年PS为8.4倍, PE为22倍, 市值为6,000亿美元; 微博2019年PS为8.0倍, PE为22

倍，市值为200亿美元；Twitter2019年PS为10倍，市值为330亿美元；SNAP2019年PS为10倍。**媒体广告：**参考谷歌2019年PS为6.5倍，PE为25倍；百度2019年PS为4.8倍，PE为25倍；新浪2019年PS为2.0倍，PE为22倍。考虑腾讯社交广告提速并高速增长，分别给予腾讯社交广告和媒体广告11倍和5倍PS，估算广告业务估值约1,315亿美元。

### 3、用户增值业务：分部加总估值655亿美元。

**视频：**参考Netflix2019年PS为7.9倍，PE为77倍，目前市值1,600亿美元；爱奇艺2019年PS为5.0倍，目前市值约250亿美元；腾讯视频与爱奇艺均处于第一梯队，月活用户数相当，付费用户数、订阅收入和广告收入增速较爱奇艺高。给予2019年5.0倍PS，腾讯视频业务估值约280亿美元。

**音乐：**腾讯音乐娱乐集团拟于2018年赴美IPO，考虑行业地位、收入和利润快速增长，给予2019年30倍PE，按腾讯持股53.8%计算，估值约139亿美元。

**文学：**阅文目前市值约85亿美元，按腾讯持股54.7%计算，腾讯持股市值约46亿美元。

### 4、支付（互联网金融）：

参考PayPal2019年PS为5.8倍，PE为39倍，Visa2019年PS为12.5倍，PE为24.0倍；腾讯支付用户规模和交易规模比PayPal都要大，业务更加多元化，目前PayPal市值超1,000亿美元，微信支付/腾讯互联网金融板块估值预计超PayPal。

**云服务：**参考亚马逊AWS估值，同时考虑腾讯云业务增速快于AWS，给予2019年7.4倍PS，得到腾讯云业务估值约为800亿~1,065亿元人民币（约118~157亿美元）。

### 5、小程序：

主要发力B端，小游戏、商业服务（电商/生活服务/线下商业）是主要小程序类型，变现方式包括广告、内购付费分成、支付服务、云服务。假设未来腾讯提升对商业服务类小程序的商业化，在2019年小游戏年流水达到80亿元人民币，商业服务类小程序GMV达到9千亿的情境下，估算小程序估值约500亿美元。

### 6、投资：

根据我们估算，腾讯投资的600多家公司公允价值约4,097亿~4,933亿元人民币。

## 十二、风险提示

- 1、微信用户流失或使用时间下降风险。互联网各应用争夺用户时间激烈，短视频（抖音、快手等）快速崛起，抢占用户时间，公司短视频应用微视仍处于积累用户阶段，能否成长为强有力的头部产品有不确定性。
- 2、游戏行业增速放缓。PC游戏玩家向移动端迁移，且《绝地求生》PC游戏吸引其他游戏玩家，使国内PC游戏增长承压。手游行业用户红利日益减少，游戏时间与其他娱乐形式竞争，行业增速放缓。
- 3、《王者荣耀》流水下降风险，新游戏流水表现不达预期风险。《王者荣耀》从2015年11月上线，18Q1用户数同比仍增长，随着达到生命周期成熟阶段，流水增长空间承压。
- 4、生存类游戏尚未获得版号，商业化时间有不确定性；另外，生存类手游在国内商业化能力有不确定性。
- 5、因广告增加影响用户体验，广告填充率不达预期。广告规模主要受用户使用时间影响，微信社交时间被其他应用争夺，同时增加广告影响用户体验，造成用户流失；广告销售不及预期，广告填充率不达预期。
- 6、腾讯支付和云服务行业竞争，造成推广费用高企，盈利有不确定性。支付和云服务行业目前处于争夺市场份额阶段，两巨头竞争（腾讯与阿里），造成营销推广费用高企；另外行业处于快速增长阶段，业务模式在探索期，盈利有不确定性。
- 7、公司对某些支付服务逐渐开始收费可能导致用户流失。互联网金融业务政策监管及政策调整，可能导致公司用户流失，或业务调整风险。如“断直连”和备付金集中存款可能导致支付业务收入减少或成本增加。
- 8、云计算行业竞争激烈，腾讯云业务降价，可能导致亏损扩大，云业务发展不及预期。
- 9、对投资公司公允价值估值可能存在偏差：对非上市的投资公司，计算其公允价值主要参考依据是上市公司公允价值增值倍数，实际增值倍数可能存在偏差。
- 10、分部估值参考全球可比互联网科技公司估值，因此对标公司股价波动对参考估值也会造成波动。
- 11、小程序商业生态还不清晰，或生态构建低于预期。对腾讯，由于目前小程序还在生态构建阶段，还未形成清晰的商业生态，目前通过游戏、广告、支付、云服务变现。连接线下是小程序很重要的场景拓展，但线下商户大部分是非互联网公司，对技术和线上运营缺乏经验，这就需要有大量中间第三方公司推动，可能造成推进进程低于预期，或造成成本增加。
- 12、人民币兑美元、人民币兑港元汇率波动对估值和市值计算会存在一定偏差。

## 附录

表 75: 腾讯投资公司梳理

行业	公司	投资金额	占股/轮次	投资时间	备注
	EpicGames	3.3 亿美元	48.40%	2012	美国, 《堡垒之夜》 母公司
	KakaoGames	1400 亿韩元, 腾讯领投	战略投资	2018	韩国, 《绝地求生》 韩国代理商
	动视暴雪	23.4 亿美元, 腾讯参投	与其他出资方共 享动视暴雪约 24.7%的股份权 益	2013	美国游戏开发商、出 版发行商和经销商
	RiotGames	2008 年投资获得 22.34% 股权, 2011 年 2.31 亿美 元增持至 92.78%, 2015 年完成收购	100.00%	2015	美国, 《英雄联盟》 开发商
	ReloadedStudios	54.95 亿韩元	战略投资	2014	韩国, 腾讯运营其游 戏《THE DAY》
	Redduck	15 亿韩元, 腾讯参投	战略投资	2010	韩国, 腾讯运营其游 戏《战地之王》
	EyedentityGames	39.99 亿韩元, 腾讯参投	战略投资		韩国, 《龙之谷》开 发商, 后被盛大全资 收购
游戏	GHHopeland	25 亿韩元, 腾讯参投	战略投资		韩国
	Topping	20.2 亿韩元, 腾讯参投	战略投资		韩国, 腾讯运营其游 戏《NX 飞行战记》
	StudioHon	14.5 亿韩元, 腾讯参投	战略投资		韩国, 代表游戏《守 护者 OL》
	NextPlay	15 亿韩元, 腾讯参投	战略投资	2010	韩国, 腾讯运营其游 戏《QQ 仙境》
	VanillaPlain	2200 万美元, 腾讯参投	战略投资	2013	冰岛, 代表游戏 《QuizUp》
	LevelUp	2695 万美元	49.00%	2012	新加坡, 游戏出版运 营商
	OutSpark	1100 万美元	战略投资	2008	美国, 游戏发行商
	4:33CreativeLab	1.1 亿美元	25.00%	2014	韩国, 游戏工作室, 代表游戏 《Blade》、 《Arrow》
	PocketGame	2015 投资 6000 万美元, 2017 追投 9000 万美元	38.00%	2017	美国, 代表游戏 《Episode》、 《WarDragons》

	GluMobile	1.26 亿美元	14.60%	2015	美国, 代表游戏《金·卡戴珊: 好莱坞》
	Miniclip	未披露	最大股东	2015	瑞士, 代表游戏《8BallPool》
	Supercell	86 亿美元	84.30%	2016	芬兰, 代表游戏《部落冲突》、《皇室战争》
	ZAM	未披露	收购	2012	欧美游戏资讯公司
	CJGames	5 亿美元	28.00%	2014	韩国, 代表游戏《天天富翁》
	Aiming	未披露	少数股权	2014	日本, 代表游戏《剑与魔法的之罗格雷斯-古之女神》
	Bluehole	约 6117 万美元	战略投资	2017	韩国, 《绝地求生》开发商
	FrontierDevelopments	2320 万美元	9.00%	2017	英国, 代表游戏《精英》、《过山车大亨》
	MilkyTea	未披露		2017	英国, 代表游戏《超级热血锦标赛》
	网域	第一次投资 2985 万人民币 第二次投资 1.36 亿人民币 第三次投资 2.9 亿人民币	100.00%	2010	中国, 代表游戏《QQ 华夏》、《英雄岛》
	西山居	1.43 亿美元	9.90%	2017	中国, 代表游戏《剑网 3》
	银汉科技		最高占股 15%	2013	中国, 代表游戏《拳皇命运》、《时空猎人》
	乐逗游戏	1500 万美元	20.40%	2016	中国, 游戏发行公司, 引入《水果忍者》、《神庙逃亡》等游戏
	永航科技	未披露	63.90%	2007	中国, 代表游戏《QQ 炫舞》
	虎牙直播	4.6 亿美元	战略投资	2018	游戏直播平台
		6.3 亿美元	战略投资	2018	
文化娱乐	斗鱼 TV	15 亿人民币, 腾讯领投	C 轮	2016	游戏直播平台
		1 亿美元, 腾讯参投	B 轮	2016	
	趣头条	2 亿美元, 腾讯领投	B 轮	2017	内容资讯类 APP
	漫漫漫画	数千万人民币, 腾讯参投	A 轮	2017	二次元漫画平台

北美留学生日报	2000 万人民币, 腾讯领投	A 轮	2017	留学资讯类 APP
糖人动漫	700 万人民币	战略投资	2017	原创漫画制作公司, 代表作《妖刀名单》
玄机科技	2 亿人民币	12.00%	2017	原创动画公司, 代表作《秦时明月》
猫眼电影	10 亿人民币	5.00%	2017	在线票务平台
耀客传媒	数亿人民币, 腾讯跟投	战略投资	2017	综合文化娱乐公司, 代表影视《神话》、《心术》
逻辑思维-得到 APP	9.6 亿人民币, 腾讯参投	Pre-IPO 融资	2017	知识资讯类 APP
铸梦动画	数千万, 腾讯参投	Pre-A 轮	2017	影视动画制作公司, 代表作《萌萌哒联盟》
我要 WhatYouNeed	600 万, 腾讯参投	天使轮	2017	资讯类公众号
丛潇动漫	600 万	天使轮	2017	动漫制作公司, 代表漫画《滨平乱志》
毒舌电影	数千万人民币	A+轮	2017	电影资讯类 APP
快手	3.5 亿美元, 腾讯领投	D 轮	2017	短视频 APP
新榜	1.8 亿人民币, 腾讯参投	B 轮	2017	信息科技有限公司
超神影业	3000 万人民币, 腾讯参投	A 轮	2017	动画影视创作服务提供商, 代表作《超神学院》
知乎	1 亿美元, 腾讯参投	D 轮	2017	网络问答社区
Sanook	未披露	全资收购	2016	泰国最大门户网站
博纳影业	25 亿人民币, 腾讯参投	A 轮	2016	电影制作发行公司
天闻角川	未披露	41.00%	2016	日式轻小说、漫画平台
酷我、酷狗音乐	未披露	60.00%	2016	在线音乐播放平台
WME IMG	4500 万美元, 腾讯参投	A 轮	2016	跨国演艺经济公司
YG 娱乐	3000 万美元	4.50%	2016	韩国三大娱乐公司之一
微影时代	30 亿人民币, 腾讯参投	C+轮	2016	在线票务平台
柠萌影业	5 亿人民币, 腾讯参投	B 轮	2016	影视内容制作公司
原力动画	亿元及以上人民币	B 轮	2015	电脑动画制作有限公司
华谊兄弟	12.79 亿人民币	8.10%	2015	影视制作发行有限公司
龙珠直播	数千万人民币	A 轮	2014	直播平台
红点直播	300 万美元	A 轮	2014	移动端的音频视频直播软件
盛大文学	50 亿人民币	收购	2014	网络文学阅读平台

金融	中金公司	28.64 亿港元	4.95%	2017	中外合资投资银行	
	金证财富	8400 万人民币	8.00%	2017	大资管领域提供专业 IT 服务的软件公司	
	水滴互助	1.6 亿人民币, 腾讯参投	A 轮	2017	互联网互助平台	
	Linklogis 联易融金融	2 亿人民币, 腾讯参投	B 轮	2017	供应链金融服务公司	
	富途证券	1.455 亿美元, 腾讯领投	C 轮	2017	港股美股证券互联网券商	
	轻松筹	2800 万美元, 腾讯参投	C 轮	2017	社交众筹平台	
	Nav	2500 万美元, 腾讯参投	B 轮	2017	美国, 金融科技公司	
	Airwallex (空中云汇)	1300 万美元, 腾讯领投	A 轮	2017	澳大利亚, 跨境交易平台	
	易鑫资本	5.5 亿美元, 腾讯参投	战略投资	2016	汽车金融	
	陆金所	12.16 亿美元, 腾讯参投	B 轮	2016	互联网综合理财平台	
	中国邮政储蓄银行	451 亿人民币, 腾讯参投	战略投资	2015	银行	
	众安保险	1.5 亿人民币, 腾讯参投	10.42%	2014	互联网保险公司	
	人人贷	1.3 亿美元, 腾讯参投	A 轮	2014	P2P 平台	
电商	唯品会	8.63 亿美元, 腾讯京东	腾讯 7%, 京东 5.5%	2017	综合电商	
	扫货特卖 APP	2000 万人民币, 腾讯参投	Pre-A 轮	2017	零食海淘电商	
	拼好货	数千万美元, 腾讯参投	C 轮	2017	C2B 闪购平台	
	转转	2 亿美元	A 轮	2017	二手交易平台	
	每日优鲜	1 亿美元, 腾讯参投	C 轮	2017	生鲜交易平台	
	SOIREE 奢瑞小黑裙	2000 万人民币	A+轮	2017	女装交易平台	
	Flipkart	14 亿美元, 腾讯参投	F 轮	2017	印度最大电商公司	
	京东	数亿美元	21.25%	2016	综合电商	
	拼多多	1.1 亿美元, 腾讯参投	B 轮	2016	团购平台	
	小红书	1 亿美元, 腾讯领投	C 轮	2016	购物分享类平台	
	美丽说	数千万美元, 腾讯领投	D 轮	2012	白领女性时尚消费品牌	
	硬件	优必选科技	4000 万美元	C 轮	2017	智能机器人技术公司
		工匠社科技	数千万人民币	A 轮	2017	格斗竞技机器人研发厂商
乐聚机器人		5000 万人民币	战略投资	2017	类人机器人研发厂商	
雷鸟科技		4.5 亿人民币	16.70%	2017	LED 控制器、人工智能以及智能控制系统等研发厂商	
酷开		3 亿人民币	战略投资	2017	互联网电视	
小电		4.5 亿人民币, 腾讯跟投	A 轮+B 轮	2017	智能充电设备	
云迹科技		数千万美元, 腾讯领投	A 轮	2017	机器人自主移动技术及产品的研发	
猫王收音机		数千万人民币, 腾讯参投	A 轮	2017	收音机行业	

	WonderWorshop	4100 万美元, 腾讯参投	C 轮	2017	美国, 机器人教育初创公司
	LiliumAviation	9000 万美元, 腾讯领投	B 轮	2017	德国, 飞行出租车公司
	Satellogic	2700 万美元, 腾讯领投	B 轮	2017	微小卫星运营平台
	EssentialPhone	3 亿美元, 腾讯参投	B 轮	2017	智能手机
	Innovega	300 万美元	A 轮	2017	AR 眼镜
	真时科技	未披露	A 轮	2016	智能可穿戴设备
	指尖天文	数百万人民币	天使轮	2016	天文器材出租的科技公司
	Meta	5000 万美元, 腾讯参投	B 轮	2016	AR 科技公司
	MoonExpress	1650 万美元, 腾讯参投	C 轮	2016	太空探索, 私人飞行器公司
	微鲸科技	20 亿人民币, 腾讯参投	A 轮	2015	智能电视、视频直播和内容自制领域
	欢网科技	5000 万人民币	7.14%	2015	智能电视运营平台
	Tile	1300 万美元, 腾讯参投	A 轮	2014	蓝牙追踪器
	妙手医生	5 亿元人民币, 腾讯领投	C 轮	2018	互联网医院
	XtalPI 晶泰科技	1500 万美元, 腾讯参投	B 轮	2018	生物科技公司
	医联	4 亿人民币, 腾讯参投	C 轮	2017	实名医生平台
	好大夫在线	2 亿美元, 腾讯领投	D 轮	2017	医疗在线咨询, 互联网医院
	企鹅医生	由腾讯、基汇资本、医联、红杉资本中国基金联合组建		2017	互联网+实体医疗并线发展的数字健康服务企业
	体素科技	1 亿人民币	A+轮	2017	AI 医疗公司
	Karius	5000 万美元, 腾讯参投	A 轮	2017	美国, 遗传学医疗公司, 检测传染病
医疗健康	Practo	5500 万美元, 腾讯领投	D 轮	2017	印度, 在线医生预约平台
	更美 APP	3.45 亿人民币, 腾讯参投	C 轮	2016	O2O 医美平台
	思派网络	数千万美元, 腾讯领投	B 轮	2016	肿瘤大数据公司
	碳云智能科技	10 亿人民币, 腾讯参投	A 轮	2016	医疗健康大数据
	新氧网	5000 万美元, 腾讯参投	C 轮	2016	O2O 医美平台
	邻家好医	数百万人民币	天使轮	2016	综合型医疗服务平台
	Watsi	3500 万美元, 腾讯参投	A 轮	2015	美国, 医疗众筹公益平台
	挂号网	3.94 亿美元, 腾讯参投	E 轮	2015	互联网分级诊疗平台
	CircleMedical	290 万美元, 腾讯参投	天使轮	2015	医疗保健公司
	CliniCloud	500 万美元, 腾讯领投	种子轮	2015	澳洲智能医疗公司
	HomeHero	2000 万美元, 腾讯参投	A 轮	2015	美国, 上门护理平台

	TuteGenomics	390 万美元, 腾讯参投	A+轮	2015	基因数据库公司
	TissueAnalytics	75 万美元, 腾讯领投	种子轮	2015	远程伤口护理管理
	CloudMedx	660 万美元, 腾讯参投	种子轮	2015	美国, 医疗大数据平台
	ScanaduScout	3500 万美元, 腾讯参投	B 轮	2015	美国, 体征数据监测设备开发公司
	卓健科技	1.5 亿人民币, 腾讯领投	B 轮	2015	移动医疗
	丁香园	7000 万美元	C 轮	2014	医疗健康互联网公司
	派派	4000 万人民币, 腾讯参投	B 轮	2017	熟人社交 APP
	Snapchat	数亿美元	超过 12%	2017	“阅后即焚”照片分享应用
	HikeMessenger	1.75 亿美元, 腾讯领投	D 轮	2016	印度, 即时消息应用
	Women.com	175 万美元	天使轮	2015	女性问答社区
	抱抱 APP	1 亿人民币, 腾讯参投	B+轮	2016	社交直播 APP
	双面白领	数百万人民币	天使轮	2016	分时社交
社交网络	朋友印象	3300 万人民币, 腾讯参投	Pre-A 轮	2015	实名+匿名社交应用
	南极圈	千万级人民币, 腾讯领投	天使轮	2015	互联网行业虚拟社群
	KikInteractive	5000 万美元	D 轮	2015	加拿大消息应用开发商
	Same	2000 万美元	B 轮	2015	UGC 线上社区
	Blink 快看	2000 万美元, 腾讯领投	A 轮	2014	专用于闲聊的社交应用
	Whisper	3000 万美元, 腾讯参投	C 轮	2014	匿名社交应用
	KakaoTalk	4.03 亿人民币	13.54%	2012	韩国即时通讯软件
	开心网	约 1 亿美元	战略投资	2011	在线社区
	货车帮	1.56 亿美元, 腾讯参投	B+轮	2017	货运共享平台
	物流	Go-Jek	12 亿美元, 腾讯领投	B 轮	2017
汇通天下 G7		4500 万美元, 腾讯参投	C+轮	2017	物流数据服务商
人人车		3 亿美元, 腾讯参投 C 轮: 8500 万美元, 腾讯领投 D 轮: 1.5 亿美元, 腾讯领投	战略投资	2018	综合型汽车交易服务
汽车	威马汽车	未透露	B+轮	2017	新能源汽车企业及出行方案提供商
	蔚来汽车	10 亿美元, 腾讯领投	C 轮	2017	新能源汽车
	有车以后	2 亿人民币, 腾讯参投	B 轮	2017	汽车垂直类新媒体集团
	易鑫集团	A 轮: 25 亿人民币, 腾讯参投 B 轮: 35 亿人民币, 腾讯	直接+间接持股约 33%	2017	互联网汽车零售交易平台

	参投			
	C 轮: 40 亿人民币, 腾讯参投			
摩拜单车	D 轮: 2.15 亿美元, 腾讯参投		2017	共享单车
	E 轮: 6 亿美元, 腾讯参投			
OlaCabs	20 亿美元, 腾讯参投	F 轮	2017	打车软件
Tesla	18 亿美元	5.00%	2017	新能源汽车
天天拍车	1 亿美元, 腾讯参投	C+轮	2016	二手车线上拍卖平台
	1500 万美元	B 轮	2013	
滴滴出行	3000 万美元	C 轮	2014	打车软件
	7 亿美元, 腾讯参投	D 轮	2014	
	45 亿美元, 腾讯参投	F 轮	2016	
优信二手车	1500 万美元, 腾讯参投	A 轮	2013	二手车交易平台
驿氪科技	2000 万美元, 腾讯京东领投	B 轮	2017	帮助零售连锁企业互联网化
灵雀云 (Alauda)	1 亿人民币, 腾讯领投	B 轮	2017	企业级容器 PaaS 服务商
中国联通	780 亿人民币, 腾讯参投	战略投资	2017	固定通信业务、移动通信业务
活动行	数千万人民币, 腾讯参投	A+轮	2017	活动报名与售票平台
ULegal 有法务	数千万人民币, 腾讯参投	A 轮	2017	垂直于互联网行业的 Saas 平台
慧狮科技	数千万人民币, 腾讯参投	A 轮	2017	网贷催收仲裁系统提供商
星环科技	2.35 亿人民币, 腾讯领投	C 轮	2017	高科技大数据创业公司
多有米网络	未透露	A 轮	2017	互联网财税平台
销售易 CRM	2.8 亿人民币, 腾讯领投	D 轮	2017	移动 CRM 系统
斯图飞腾 Stratifyd	590 万美元, 腾讯参投	A 轮	2017	美国, AI 数据分析服务提供商
ElementAI	1.02 亿美元, 腾讯参投	A 轮	2017	人工智能孵化器
ClearLabs	1300 万美元, 腾讯参投	B 轮	2016	食品基金组数据平台
Barefoot	2000 万美元, 腾讯参投	战略投资	2016	可编程芯片公司
Petuum	1500 万美元, 腾讯参投	A 轮	2016	机器学习公司
斗米兼职	4000 万美元, 腾讯参投	B 轮	2016	互联网兼职平台
永洪科技	2 亿人民币, 腾讯领投	C 轮	2016	大数据 BI 公司
PlanetaryResources	2073 万美元, 腾讯参投	A 轮	2016	太空探索与小行星开采公司
赢了网	数千万人民币, 腾讯参投	B 轮	2016	法律服务

企业服务

	知道创宇	6 亿人民币	C 轮	2016	网络安全公司
	碁震云计算	数千万人民币收购	100.00%	2014	云计算与移动终端安全服务提供商
	乐蛙科技	5000 万人民币, 腾讯参投	战略投资	2012	手机 ROM 开发商
	VIP 陪练	数亿人民币, 腾讯领投	B 轮	2018	在线音乐教育平台
	洋葱数学	1.2 亿人民币, 腾讯领投	C 轮	2018	在线数学学习平台
	宝宝玩英语	1.5 亿人民币, 腾讯领投	B 轮	2018	幼儿英语
	VIPKID 大米科技	2 亿美元, 腾讯参投	D 轮	2017	在线教育平台
	轻课	3300 万人民币, 腾讯参投	A 轮	2017	在线教育网站
	千聊	1000 万人民币, 腾讯领投	A+轮	2017	知识付费
教育	猿辅导	1.2 亿美元, 腾讯参投	E 轮	2017	在线教育机构
	BYJU's	数千万美元, 腾讯参投	战略投资	2017	印度最大教育科技公司
	分答	数千万人民币	A+轮	2016	付费语音问答平台
	疯狂老师	1.2 亿人民币, 腾讯参投	C 轮	2016	在线教育平台
	ABC360 伯瑞英语	1 亿人民币, 腾讯参投	B 轮	2016	少儿英语外交 1 对 1 在线平台
	新东方在线	3.2 亿人民币	12.29%	2016	英语培训
	一群翻译网	100 万人民币	天使轮	2017	云端翻译生产平台
	Oben	500 万美元, 腾讯领投	战略投资	2017	虚拟人物形象工具
	寰创通信	6200 万人民币, 腾讯参投	IPO 上市前	2016	无线宽带通信领域
	Vurb	1000 万美元, 腾讯参投	B 轮	2015	移动搜索公司
工具软件	刷机大师	数千万元人民币	B 轮	2014	刷机工具
	搜狗	4.48 亿美元并购	36.50%	2013	搜索工具
	北京倍嘉时代科技	数千万元人民币并购	100.00%	2013	电脑周边产品的研发与制造
	迅影网络 Prayaya	未透露	并购	2013	迅雷网络
	猎豹移动	数千万美元, 腾讯参投	B 轮	2012	移动 WiFi
	刷机精灵	6000 万人民币	收购	2012	刷机工具
	链家网	30 亿人民币, 腾讯参投	D 轮	2017	全价值链房产服务平台
房产服务		60 亿人民币, 腾讯参投	B 轮	2016	
	梦想加	未透露	A+轮	2017	专注科技办公体验的联合办公空间品牌
	乐居	1.8 亿美元	15.00%	2014	房地产服务平台
	步步高	16 亿元人民币, 腾讯京东	腾讯 6%, 京东 5%	2018	零售贸易、电子商务、商业地产等
本地生活 & 零售	海澜之家	25 亿元人民币	5.31%	2018	服装零售
	家乐福		战略合作	2018	零售超市
	超级物种	未透露	战略投资	2017	生鲜超市
	永辉超市	42 亿元人民币	5.00%	2017	零售超市
	美团点评	40 亿美元, 腾讯领投	F 轮	2017	团购及生活服务

	33 亿美元, 腾讯参投	E 轮	2016	
香橙互动	数百万人民币	A+轮	2017	互联网智能餐饮解决方案
饿了么	6.3 亿美元, 腾讯参投	F 轮	2015	在线外卖平台
	3.5 亿美元, 腾讯参投	E 轮	2015	
大众点评	8.5 亿美元, 腾讯参投	F 轮	2015	商户信息、消费点评、团购等本地生活服务
	4 亿美元	20.00%	2014	
E 家洁	400 万美元, 腾讯参投	A 轮	2014	家政 O2O
58 同城	7.36 亿美元	19.90%	2014	城市信息分类网站

资料来源: 百度, 搜狐, 腾讯新闻, IT桔子, 36氪, 广发证券发展研究中心

**资产负债表** 单位: 人民币百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	149,154	178,446	206,280	241,426	291,836
货币资金	122,972	144,027	170,724	192,069	226,136
应收及预付	24,270	33,659	34,527	48,151	64,305
存货	263	295	353	373	340
其他流动资产	1,649	465	677	833	1,054
<b>非流动资产</b>	246,745	376,226	501,547	661,950	854,388
长期股权投资	80,299	144,581	205,305	287,427	388,026
固定资产	13,900	23,597	33,254	43,405	53,037
在建工程	4,674	3,163	3,163	3,163	3,163
无形资产	36,467	40,266	43,675	46,557	48,492
其他长期资产	111,405	164,619	216,149	281,399	361,670
<b>资产总计</b>	395,899	554,672	707,827	903,375	1,146,224
<b>流动负债</b>	101,197	151,740	194,388	262,138	347,004
短期借款	12,278	15,696	9,160	10,709	12,843
应付及预收	27,413	50,085	72,395	104,324	144,675
其他流动负债	61,506	85,959	112,833	147,105	189,486
<b>非流动负债</b>	108,455	125,839	154,660	180,047	206,480
长期借款	57,549	82,094	107,415	130,872	153,003
应付债券	36,204	29,363	32,299	33,914	37,306
其他非流动负债	14,702	14,382	14,945	15,261	16,172
<b>负债合计</b>	209,652	277,579	349,047	442,185	553,485
股本	0	0	0	0	0
资本公积	37,881	53,392	53,392	53,392	53,392
留存收益	136,743	202,682	281,846	380,854	508,033
归属母公司股东权益	174,624	256,074	335,238	434,246	561,425
少数股东权益	11,623	21,019	23,542	26,944	31,315
<b>负债和股东权益</b>	395,899	554,672	707,827	903,375	1,146,224

**利润表** 单位: 人民币百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	151,938	237,760	338,306	462,864	620,275
营业成本	67,439	120,835	176,572	248,390	340,413
销售费用	12,136	17,652	27,415	36,566	48,133
管理费用	22,459	33,051	42,465	56,007	71,952
其他收益	6,213	24,080	20,810	20,000	22,600
财务费用	1,955	2,908	3,311	4,629	6,203
<b>利润总额</b>	51,640	88,215	109,933	137,970	177,011
所得税	10,193	15,744	19,450	24,559	31,331
<b>净利润</b>	41,447	72,471	90,483	113,412	145,680
少数股东损益	352	961	2,523	3,402	4,370
<b>归属母公司净利润</b>	41,095	71,510	87,960	110,009	141,310
EBITDA	62,550	89,724	119,093	153,705	196,557
EPS (元)	4.32	7.52	9.26	11.58	14.87
<b>NonGAAP 净利润</b>	45,420	65,126	83,083	106,509	136,710
NonGAAP EPS(元)	4.78	6.85	8.74	11.21	14.39

**现金流量表** 单位: 人民币百万元

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	65,518	106,140	150,563	184,428	234,967
净利润	41,095	71,510	87,960	110,009	141,310
折旧摊销	12,646	23,502	27,239	31,803	36,780
营运资金变动	15,333	30,158	48,046	52,401	66,389
其它	(3,556)	(19,030)	(12,682)	(9,786)	(9,511)
<b>投资活动现金流</b>	(70,923)	(96,392)	(150,112)	(189,758)	(226,281)
资本支出	(18,754)	(32,004)	(40,306)	(44,835)	(48,347)
投资变动	(52,169)	(64,388)	(109,806)	(144,923)	(177,933)
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	31,443	26,598	26,246	26,675	25,380
银行借款	17,779	8,168	18,785	25,006	24,265
债券融资	36,204	29,363	32,299	33,914	37,306
股权融资	17,858	15,511	0	0	0
其他	(40,398)	(26,444)	(24,838)	(32,245)	(36,191)
<b>现金净增加额</b>	26,038	36,346	26,697	21,345	34,067
<b>期初现金余额</b>	135,500	122,972	144,027	170,724	192,069
<b>期末现金余额</b>	122,972	144,027	170,724	192,069	226,136

**主要财务比率**

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	48%	56%	42%	37%	34%
营业利润增长	38%	61%	25%	26%	29%
归属母公司净利润增长	43%	74%	23%	25%	28%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	56%	49%	48%	46%	45%
净利率	27%	30%	26%	24%	23%
ROE	24%	28%	26%	25%	25%
ROIC	18%	20%	20%	20%	20%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.0%	50.0%	49.3%	48.9%	48.3%
净负债比率	17.6%	17.6%	16.5%	15.7%	14.5%
流动比率	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8
速动比率	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	17.7	17.8	17.6	17.5	16.9
存货周转率	1.0	2.0	0.0	1.0	2.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	4.32	7.52	9.26	11.58	14.87
每股经营现金流	6.89	11.17	15.84	19.41	24.73
每股净资产	18.38	26.95	35.28	45.69	59.08
<b>估值比率</b>					
P/E	75.2	43.2	35.1	28.1	21.9
P/B	17.7	12.1	9.2	7.1	5.5
EV/EBITDA	44.6	31.1	23.4	18.1	14.2

## 广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名，第二名，第二名和第三名，2015年新财富海外研究（团队）第六名。
- 韩玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，12年证券从业经验，6年电力行业从业经验，获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名，2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名，2015年新财富海外研究团队入围，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦：首席分析师，发展研究中心总经理助理，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，32年计算机、光电、集成电路工作和研究经历，13年证券研究所从业经历。
- 杨琳琳：互联网行业首席分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，南洋理工大学工程学学士。2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二名。2016及2017年新财富纺织服装行业最佳分析师入围。2016年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。