

中信证券研究部


许英博
 首席科技产业
 分析师
 S1010510120041



王冠然
 首席传媒分析师
 S1010519040005



陈俊彦
 前瞻分析师
 S1010517080001

核心观点

我们认为，腾讯在游戏、广告及支付业务仍有较大提升空间。游戏端，竞技类游戏支撑游戏业务增长基本盘，新游戏储备丰富贡献增长弹性。社交网络业务中，直播、长视频、音乐等业务有望迎来付费率和 ARPPU 提升。广告端，流量+价格改善驱动社交广告增长，片单强大+需求端复苏带动媒体广告复苏。微信交易生态驱动金融业务持续增长，同时企业服务盈利能力有望持续提升。我们持续看好腾讯作为国内互联网巨头的成长性和盈利能力，经过测算我们认为公司潜在市值提升空间预计可达 64062 亿元。维持“买入”评级。

■ **2020Q4 业绩前瞻**: 我们预测公司 2020Q4 营收可达 1348.04 亿元, YoY+27.5%。其中网络游戏/社交网络/广告/金融科技及企业业务营收分别为 433.22/284.08/247.52/353.40 亿元, YoY+43.0%/+29.0%/+22.4%/+18.1%。我们预计公司毛利率基本维持稳定, 同时销售及管理费用预计将保持较高水平。基于以上假设, 我们预测 2020Q4 公司 GAAP 归母净利润达 406.78 亿元, YoY+88.5%, 主要由于公司营收保持较高增速以及公司于 2020Q3 及 Q4 取得强劲的投资收益增长; 预计公司 Non-GAAP 归母净利润达 352.78 亿元, YoY+38.4%。

■ **Z 世代玩家有望带动竞技类游戏持续增长, 海外游戏业务受益《英雄联盟手游》有望持续提升**。(1) 公司竞技类游戏持续稳健发展,《王者荣耀》《和平精英》基本保持在 iOS 畅销榜头部两名。随着 Z 世代逐渐成为主要游戏用户群体, 并更青睐 MOBA、FPS 类等竞技游戏, 公司竞技类游戏业务有望持续受益于 Z 世代用户的付费能力提升; (2) 国内新游戏发行表现强劲,《天涯明月刀》上线后表现持续超预期, 首月流水逾 13 亿元, 次月流水我们预计继续保持 10 亿+水平, 产品表现超预期;《使命召唤手游》已于 12 月 25 日上线, 游戏上线首周 iOS 平台收入逾 1400 万美元, 并于 iOS 畅销榜保持前 7 名水平。同时, 产品管线储备丰富,《DNF 手游》已达成成品状态, 目前已获发版号并进行调整。生存类手游《黎明觉醒》4 月份已获版号, 目前预约人数超 2000 万; (3) 海外游戏业务料将持续增长,《LoL Mobile》有望在 21 年爆发。《PUBG Mobile》与《CODM》两款竞技类游戏于海外延续强势表现, 预计《LOLM》英雄池增加后商业化加速, 有望贡献 2021 年收入增量。(4) 端游方面则预计保持稳定表现。

■ **大文娱整合后, 社交网络各业务有望迎来付费率和 ARPPU 提升**。(1) 直播业务有望加速整合, 合并后虎牙及斗鱼的恶性竞争和版权成本有望改善, 同时, 有望更多享受 Z 世代用户红利, 驱动付费率和 ARPPU 持续提升; (2) 长视频业务, 腾讯视频 2021 年优质内容聚集, 包括了《庆余年 2》、《四十正好》、《欢乐颂 3》等热门剧目续集和《三体》、《鬼吹灯》、《雪中悍刀行》等大 IP 改编剧目。精品头部内容矩阵料将带动付费用户数量和 ARPPU 持续提升; (3) 腾讯音乐付费率预计持续受益版权整合, 与阅文、腾讯视频合作深度加大等因素催化下持续提升, 预计 2021 年在线付费用户数可达 6830 万人, YoY+43%。

■ **技术+价格提升驱动社交广告增长, 排片丰富+需求端复苏带动媒体广告复苏**。(1) 疫情恢复后广告主投放需求复苏, 互联网广告市场增速有望恢复至 20% 以上, 同时教育、互联网等多元化客户广告需求快速增长。得益于当前广告结构向视频的切换(提高单价&点击转化率)、基于算法的精细化广告投放(提高点击转化率)以及流量成本提升(提高单价), 社交广告 eCPM 持续提升。此外, 微信广告价值仍有较大挖掘空间, 小程序等功能有望开辟新的广告点位, Ad load 仍有提升空间; 并表搜狗有望贡献单季度近 20 亿元营收增量。(2) 得益于 2021 年强片单, 同时随着广告需求端 9 月广告刊例花费基本恢复至去年同期水平, 媒体广告业务有望持续复苏。

■ **微信交易生态驱动金融业务持续增长, 企业服务盈利能力有望持续提升**。(1) 社交支付已达较高渗透率, 未来料将随用户基数增长而维持小幅增长态势。微信交易生态建设(小程序电商、小商店、平台内直播电商等能力拓展)、线下

腾讯控股	00700.HK
评级	买入(维持)
当前价	596.00 港元
总股本	9,594 百万股
港股流通股本	9,594 百万股
52 周最高/最低价	625.0/334.0 港元
近 1 月绝对涨幅	1.36%
近 6 月绝对涨幅	10.17%
近 12 月绝对涨幅	47.06%

交易渗透率提升（2019 年底微信线下商户数逾 5000 万）和支付补贴退坡（长期毛利率有望提升至 35%）有望为商业支付业务贡献持续增长动力。理财、信贷大盘持续扩张，微信交易生态建设有望进一步促进理财和信贷业务增长。（2）根据中国信通院数据，国内公有云市场预计维持 30%以上的高增速，同时腾讯已经处于国内云计算第一梯队，未来份额有望持续提升。现阶段腾讯保持高资本投入发力云基建，中长期盈利能力有望随规模效应持续改善。同时腾讯发力拓展高毛利的 PaaS 及 SaaS 业务，云业务盈利能力有望提升。

■ **社交平台流量优势有望保持，微信能力持续扩展。**受短视频冲击影响减弱带动，腾讯流量份额有所回升，微信用户规模已实现高度覆盖，2020Q3 微信 MAU 已达 12.12 亿。同时微信小程序和用户规模快速增长，2020 年 9 月小程序 MAU 已逾 8.3 亿，成为重要流量入口，同时服务生态体系逐步完善。微信小商店和视频号功能上线，分别强化小程序的商业交易功能和内容生态体系。此外，未来微信商业化变现的途径也将不断拓宽。

■ **风险因素：**游戏、在线视频政策监管风险；公司经典游戏和新游戏产品表现不及预期风险；宏观经济增速下行导致在线广告市场萎缩风险；新互联网产品&服务用户分流风险；市场竞争持续加剧风险等。

■ **投资建议：**展望 2020Q4 及 2021 年，公司各业务线均有良好的增长逻辑，有望维持强劲增长趋势。我们预测 2020Q4 公司营收可达 1348.04 亿元，YoY +27.5%；GAAP 归母净利润达 406.78 亿元，YoY+88.5%；Non-GAAP 归母净利润达 352.78 亿元，YoY+38.4%。我们上调公司 2020/21/22 年净利润(GAAP)、净利润(Non-GAAP) 预测至 1412/1522/1793 亿元、1248/1480/1779 亿元（原预测分别为 1361/1508/1772 亿元、1244/1460/1758 亿元）。我们持续看好腾讯作为国内互联网巨头的成长性和盈利能力，经过测算我们认为公司未来潜在市值提升空间预计可达 64062 亿元。**维持“买入”评级。**

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	3,127	3,773	4,832	5,783	6,826
营业收入增长率 YoY	31%	21%	28%	20%	18%
净利润(亿元)	787	933	1,412	1,522	1,793
净利润增长率 YoY	10%	19%	51%	8%	18%
Non-GAAP 净利润(亿元)	775	944	1,248	1,480	1,779
Non-GAAP 净利润增长率 YoY	19%	22%	32%	19%	20%
PE (GAAP)	62	52	35	32	27
PE (Non-GAAP)	63	52	39	33	27

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 13 日收盘价

目录

公司 2020Q4 业绩前瞻	5
游戏业务：竞技类游戏基本盘稳固，产品管线强劲	6
竞技类游戏基本盘稳固	6
新游戏表现强劲，2021 年管线产品强劲	9
海外游戏有望延续强势表现，《英雄联盟手游》有望在 2021 年加速商业化	12
经典端游预计保持稳定	15
腾讯网络游戏业务营收测算	16
社交网络业务：大文娱整合加速，付费率及 ARPPU 持续提升	17
电竞业务整合，成本改善，电竞内容社区建设加速	17
腾讯视频 21 年内容管线优质，有望持续带动付费用户及 ARPU	19
腾讯社交网络业务营收测算	20
广告业务：技术+价格提升推动社交广告持续增长，媒体广告有望企稳	22
腾讯社交平台流量优势有望保持	22
技术升级+需求提升拉动社交广告持续增长	23
媒体广告有望受益于优质内容	26
腾讯广告业务营收测算	26
金融科技与企业服务：贡献长期增长动力	27
金融：微信交易生态驱动支付+理财+信贷业务持续增长	27
云与企业服务：收入端有望保持高增速，利润端长期有望得到改善	29
腾讯金融科技与企业服务业务营收测算	31
微信生态圈持续拓展，视频号及小程序生态稳步推进	33
风险因素	36
投资建议：增长逻辑良好，强劲增长可期	36
盈利预测	36
估值空间测算及投资建议	37

插图目录

图 1: 腾讯主要竞技类游戏 iOS 游戏畅销榜排名情况.....	6
图 2: 腾讯游戏主要自研及并购团队.....	7
图 3: 2020 年《王者荣耀》电竞赛事发展情况.....	8
图 4: 2020 年《和平精英》PEL 赛事观看量.....	8
图 5: 《王者荣耀》留存率情况.....	9
图 6: 《和平精英》留存率情况.....	9
图 7: 00 后游戏用户游戏行为画像.....	9
图 8: 促使 Z 世代玩家在同款游戏多次氪金的驱动力.....	9
图 9: 《天涯明月刀》上线以来 iOS 畅销榜排名情况.....	10
图 10: 中国 App Store 热门手游上市首周收入.....	10
图 11: 《梦幻西游》iOS 游戏畅销榜排名.....	10
图 12: 《使命召唤手游》国服预约数突破 5000 万.....	11
图 13: 《使命召唤手游》国服游戏画面.....	11
图 14: 《DNF 手游》因升级防沉迷系统于 2020 年 8 月延期上线.....	11
图 15: 《DNF 手游》测试版游戏画面.....	11
图 16: 《黎明觉醒》超大无缝开放世界地图.....	12
图 17: 基于虚幻 4 引擎打造的《黎明觉醒》场景效果.....	12
图 18: 2020 年《PUBG Mobile》于各主要游戏市场 iOS 畅销榜排名.....	13
图 19: 2020 年《CODM》于美国 iOS 畅销榜排名.....	13
图 20: 美国市场 FPS 游戏总收入排名 Top5 (2019.10-2020.09).....	13
图 21: 《英雄联盟手游》韩服测试版 iOS 免费榜排名变化.....	14
图 22: 《英雄联盟手游》海外公测时间表.....	14
图 23: 《王者荣耀手游》游戏画面.....	14
图 24: 《英雄联盟手游》1.0 版英雄池.....	14
图 25: 2012-2019 年 Supercell 营收情况.....	15
图 26: 《荒野乱斗》国服、海外服及《皇室战争》上线首周收入对比.....	15
图 27: 斗鱼、虎牙总 MAU 变化情况.....	17
图 28: 斗鱼、虎牙季度营收变化情况.....	17
图 29: 头部游戏直播平台 MAU 对比 (单位: 百万).....	18
图 30: 2019 年热度 Top1000 游戏主播归属平台分布情况.....	18
图 31: Z 世代移动游戏市场规模测算 (含预测).....	18
图 32: 斗鱼、虎牙平台用户年龄结构对比.....	18
图 33: 斗鱼、虎牙付费率对比.....	19
图 34: 斗鱼、虎牙 ARPPU 对比.....	19
图 35: 腾讯增值服务用户数量变化情况 (单位: 亿).....	20
图 36: 各头部视频平台单月日均使用时长对比 (单位: 分钟).....	20
图 37: 移动互联网巨头 App 使用时长占比.....	23
图 38: 微信、QQ 平台 MAU 变化情况 (单位: 亿).....	23
图 39: 移动互联网巨头 App 使用时长占比.....	23
图 40: 腾讯广告支持受众人群画像分析.....	24
图 41: 腾讯优量汇广告激励浏览广告实例.....	24
图 42: 腾讯广告数据管理平台 (DMP) 应用场景.....	24

图 43: 腾讯 DMP 平台多种目标人群提取方式	24
图 44: 朋友圈常规样式支持外层直跳微信小程序	25
图 45: 腾讯广告外链引流电商店铺能力	25
图 46: 2020 年微信朋友圈广告投放费用增速	25
图 47: 主流平台广告加载率估算	25
图 48: 搜狗季度营收情况	26
图 49: 腾讯各类线上、线下消费场景交易金额占比	28
图 50: 腾讯金融与蚂蚁金服各类型交易金额份额对比	28
图 51: 国内个人可投资资产变化 (单位: 万亿元)	29
图 52: 2017-2019 年理财通 AUM 变化情况	29
图 53: 国内互联网金融信贷规模及预测	29
图 54: 2015-2019 年微众银行信贷余额变化 (单位: 亿元)	29
图 55: 中国公有云市场规模及增速	30
图 56: 2019 年国内 IaaS+PaaS 市场份额	30
图 57: 腾讯公司资本支出变化情况	30
图 58: 阿里云业务 EBITA 变化情况	30
图 59: 腾讯会议、企业微信 iOS 商务类免费榜排名变化	31
图 60: “千帆计划”构建云平台生态体系	31
图 61: 小程序 MAU 规模 (单位: 亿)	33
图 62: 小程序数量规模 (MAU>10 万)	33
图 63: 微信小程序使用时长及使用次数状况	33
图 64: 微信小程序行业分类占比变化 (MAU>500 万的小程序数量)	33
图 65: 微信平台内推广场景汇总	34
图 66: 五类典型商户小程序直播案例	34
图 67: 腾讯小程序电商开放解决方案	34
图 68: 微信视频号生态体系 (短视频、直播、KOL 生态)	35
图 69: 微信视频号三个入口位置	35
图 70: 视频号直播新增打赏功能 (直播打赏界面及“微信豆”充值)	35

表格目录

表 1: 公司分季度营收情况及 2020Q4 业务营收预测	5
表 2: 2020Q3 游戏流水测算排行榜	7
表 3: 王者荣耀重大版本更新情况	7
表 4: 《和平精英》重大版本更新情况	8
表 5: 2020 年 10 月新游流水测算榜 Top5	10
表 6: 腾讯主要自研/代理游戏 Pipeline 情况	12
表 7: 2020 年中国手游海外收入 Top10 排名情况	13
表 8: 2019 年 Free-to-Play 游戏营收排行 Top10	15
表 9: 2020 年 6 月全球 PC 端游收入排行榜	15
表 10: 腾讯 2021 年手游业务流水测算	16
表 11: 腾讯网络游戏业务营收测算	17
表 12: 斗鱼和虎牙的可比社交和社区类公司估值水平	19
表 13: 腾讯视频 2021 年片单部分主要作品	19
表 14: 腾讯社交网络业务营收测算 (单位: 亿元)	21

表 15: 腾讯视频业务营收测算.....	21
表 16: 斗鱼、虎牙业务营收测算 (单位: 百万元)	21
表 17: 阅文集团业务营收测算 (单位: 百万元)	21
表 18: 腾讯音乐娱乐业务营收测算 (单位: 百万元)	22
表 19: 2021 年腾讯视频综艺片单	26
表 20: 腾讯广告业务营收测算 (单位: 亿元)	27
表 21: 腾讯支付业务净利润及敏感性分析 (单位: 亿元)	28
表 22: 腾讯支付业务营收测算 (单位: 亿元)	32
表 23: 腾讯理财业务营收测算.....	32
表 24: 腾讯信贷业务收入测算 (单位: 亿元)	32
表 25: 腾讯云与企业服务业务营收测算 (单位: 亿元)	32
表 26: 腾讯控股分部估值法估值测算潜在市值空间.....	37

■ 公司 2020Q4 业绩前瞻

我们预测公司 2020Q4 营收可达 1348.04 亿元, YoY+27.5%, 其中各项业务情况如下:

- ◆ **网络游戏:** 国内及海外经典游戏预计维持稳定;《天涯明月刀》于 10 月 16 日上线贡献营收增量, 根据伽马数据, 该游戏首月流水逾 13 亿元。我们预测公司 2020Q4 整体网络游戏营收可达 433.22 亿元, YoY+43.0%; 端游/手游营收分别为 113.98/417.74 亿元, YoY+12.9%/44.0%。
- ◆ **社交网络:** 腾讯视频平台的优质影视剧和综艺预计驱动付费率和 ARPPU 提升; 斗鱼虎牙持续增长, 同时未来合并后社区价值有望迎来重塑; 腾讯音乐付费率稳步提升。我们预测公司 2020Q4 社交网络营收可达 284.08 亿元, YoY+29.0%。
- ◆ **广告:** 社交广告得益于新经济领域广告主需求和广告投放 eCPM 提升而持续增长; 媒体广告基本面持续改善。我们预测公司 2020Q4 广告营收可达 247.52 亿元, YoY+22.4%; 媒体广告/社交广告营收分别为 35.95/211.56 亿元, YoY-9.0%/+30.0%。
- ◆ **金融科技及企业服务:** 微信交易生态将驱动支付+理财+信贷业务持续增长; 云和企业服务在基础设施和 2B 业务方面有望持续增长。我们预测公司 2020Q4 金融科技及企业服务业务稳健增长, 营收可达 353.40 亿元, YoY+18.1%。

成本端: 我们预计公司 2020Q4 增值服务/广告/金融科技及企业服务业务毛利率分别为 53.0%/51.0%/28.0%, 基本保持稳定。

费用端: 我们预计公司 2020Q4 销售/管理费用率分别为 8.0%/14.0%, 其中销售费用率预计因营销需求旺盛而维持较高水平, 管理费用率预计因年终发放奖金等因素而保持较高水平。

基于以上假设, 我们预测 2020Q4 公司 GAAP 归母净利润达 406.78 亿元, YoY+88.5%, 主要由于公司营收保持较高增速以及公司于 2020Q3 及 Q4 取得强劲的投资收益增长; 预计公司 2020Q4 Non-GAAP 归母净利润达 352.78 亿元, YoY+38.4%。

表 1: 公司分季度营收情况及 2020Q4 业务营收预测 (亿元)

季度业绩	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4E
增值业务	489.74	480.80	506.29	523.08	624.29	650.02	698.02	717.30
YoY	4.5%	14.3%	14.9%	19.8%	27.5%	35.2%	37.9%	37.1%
网络游戏	285.13	273.07	286.04	302.86	372.98	382.88	414.22	433.22
YoY	-0.9%	8.4%	10.8%	25.2%	30.8%	40.2%	44.8%	43.0%
PC 游戏	138.00	117.00	115.00	101.00	117.95	109.12	116.31	113.98
YoY	-2.1%	-9.3%	-7.3%	-9.8%	-14.5%	-6.7%	1.1%	12.9%
移动游戏	212.00	222.00	241.98	290.10	347.56	359.88	391.73	417.74
YoY	-1.9%	26.1%	24.1%	52.7%	63.9%	62.1%	61.9%	44.0%
社交网络	204.61	207.73	220.25	220.22	251.31	267.14	283.80	284.08
YoY	13.1%	23.2%	20.8%	13.2%	22.8%	28.6%	28.9%	29.0%

季度业绩	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4E
应用宝	64.87	65.93	70.94	88.24	92.53	86.12	93.82	98.51
YoY	-6.3%	24.4%	16.5%	47.0%	42.6%	30.6%	32.3%	11.6%
视频、音乐、直播	139.74	141.80	149.31	131.98	158.78	181.02	189.98	185.57
YoY	25.0%	22.6%	22.9%	-1.9%	13.6%	27.7%	27.2%	40.6%
广告业务	133.77	164.09	183.66	202.25	177.13	185.52	213.51	247.52
YoY	25.1%	16.3%	13.0%	18.7%	32.4%	13.1%	16.3%	22.4%
媒体广告	34.79	44.00	37.00	39.51	31.21	32.90	35.99	35.95
YoY	5.5%	-7.0%	-27.3%	-23.8%	-10.3%	-25.2%	-2.7%	-9.0%
社交广告	98.98	120.09	147.00	162.74	145.92	152.62	177.52	211.56
YoY	33.9%	28.3%	31.8%	37.4%	47.4%	27.1%	20.8%	30.0%
金融科技及企业业务	217.89	228.88	267.58	299.20	264.75	298.62	332.55	353.40
YoY	41.1%	35.1%	38.3%	35.6%	21.5%	30.5%	24.3%	18.1%
其他业务	13.25	14.44	14.83	33.14	14.48	14.67	10.39	29.83
YoY	154.3%	162.2%	54.8%	54.9%	9.3%	1.6%	-29.9%	-10.0%
合计	854.65	888.21	972.36	1057.67	1080.65	1148.83	1254.47	1,348.04
YoY	4.5%	14.3%	14.9%	19.8%	27.5%	35.2%	29.0%	27.5%

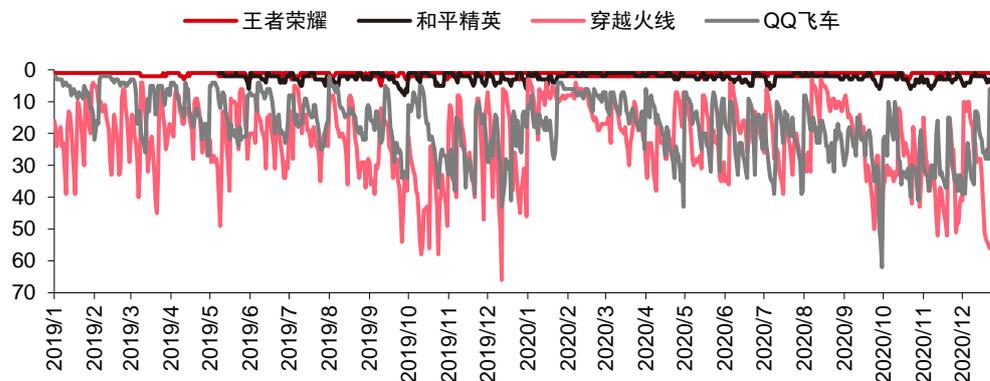
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

■ 游戏业务：竞技类游戏基本盘稳固，产品管线强劲

竞技类游戏基本盘稳固

公司竞技类手游品类丰富且持续性强。公司旗下竞技类游戏包括《王者荣耀》和《和平精英》、《穿越火线：枪战王者》、《QQ飞车》等，涵盖了MOBA、FPS、竞速等丰富品类。其中《王者荣耀》、《和平精英》两款游戏于iOS游戏畅销榜长期保持Top2的平均排名，同时《穿越火线》、《QQ飞车》在iOS游戏畅销榜的平均排名也长期保持在Top30左右，公司竞技类游戏拥有强大的流水持续性。

图1：腾讯主要竞技类游戏iOS游戏畅销榜排名情况



资料来源：七麦数据，中信证券研究部

表 2: 2020Q3 游戏流水测算排行榜

排名	游戏	品类	研发商	发行商
1	《王者荣耀》	MOBA	腾讯游戏	腾讯游戏
2	《和平精英》	射击类	腾讯游戏	腾讯游戏
3	《三国志战略版》	SLG	灵犀互动	灵犀互动
4	《梦幻西游》	回合制 RPG	网易游戏	网易游戏
5	《穿越火线: 枪战王者》	射击类	腾讯游戏	腾讯游戏
6	《最强蜗牛》	放置类	青瓷数码	青瓷数码
7	《三国志幻想大陆》	卡牌类	灵犀互动	灵犀互动
8	《率土之滨》	SLG	网易游戏	网易游戏
9	《新神魔大陆》	MMORPG	完美世界	完美世界
10	《明日之后》	生存类	网易游戏	网易游戏

资料来源: 伽马数据, 中信证券研究部

在竞技类游戏上公司研发能力领先并持续迭代, 且结合举办电竞赛事不断提高游戏用户粘性拉长游戏生命周期。(1) 依托腾讯旗下天美、光子等工作室群的强大研发实力, 两款游戏不断高质量迭代, 通过版本更新、赛季、皮肤道具更新, 持续提升游戏玩法和体验, 带动用户活跃度和消费的提升。(2) 2019 年王者荣耀官方职业赛事内容总观看量超过 240 亿次, 同比提升 41%, 王者荣耀世界冠军杯总决赛观看量达 5.7 亿人次; 2020 年和平精英赛事内容观看总量逾 141 亿次, 同时 PEL 赛事联盟投入逾亿元打造生态, 2020 PEL 内容矩阵观看量达 55 亿次。电竞作为优质内容持续丰富游戏生态, 并提升游戏玩家活跃度。

图 2: 腾讯游戏主要自研及并购团队



资料来源: 腾讯游戏官网, 中信证券研究部

表 3: 王者荣耀重大版本更新情况

时间	版本更新	更新内容
1.9	版本 52: 强者之路 S18 赛季	新增英雄——蒙犽 【新增皮肤】“弈星-混沌棋”; 专属荣耀战令“沈梦溪-星空之诺”、“李元芳-银河之约” 【王者模拟战正式版】新增天赋重铸系统, 新增天元赛模式 【战局体验升级】新增战术回应, 新增战场信号 【其他】无限乱斗全新升级, 信誉系统升级
3.31	版本 53: 玄雍危机	新增英雄——镜 【新增皮肤】“明世隐-凝决卦”, 专属战令“阿珂-迷踪丽影”, “刘邦-夺宝奇兵”

S19 赛季	【社交功能优化】新增打气功能，亲密关系升级
7.9 版本 54: 三分奇兵 S20 赛季	新增——英雄阿古朵 【新增皮肤】“老夫子-醍醐杖”，荣耀战令“马可波罗-暗影游猎”“猪八戒-西部大嫖客” 【装备新增】日暮之流，金色圣剑 【模式新增】破浪对决模式，1V1 镜像战模式
9.24 版本 61: 峡谷探秘 S21 赛季	新增英雄——夏洛特 【新增皮肤】“鬼谷子-原初探秘者”，荣耀战令“蒙犽-狂想玩偶喵”，“雅典娜-单刀大作战” 【装备新增】系列打野刀，永夜护甲，荆棘护手 【其他】新增互动机制，对局交流优化，背包系统优化

资料来源：《王者荣耀》官网，中信证券研究部

表 4:《和平精英》重大版本更新情况

时间	版本更新	更新内容
4.1	版本 6: 激情沙漠	玩法模式: 沙漠地图 2.0, 团队竞技军备团竞, 圈中圈 新增场景: 沙漠地图, 图书馆 新增内容: 王牌印记, 游戏大厅
6.17	版本 7: 海岛 2.0	玩法模式: 创意工坊限时玩法-活力对决, 端午龙舟限时玩法 新增场景: 海岛 2.0 升级 新增内容: 端午龙舟, 游戏大厅
9.16	版本 8: 极限追猎	玩法模式: 创意工坊-极限追猎 新增场景: 枫叶林, 小马, 追猎场景, 月台场景等 新增内容: 自定义布局分享, 近战武器可掷 新增道具: 尖刺陷阱, 龙息弹, 生命探测仪, 动力外骨骼
11.17	版本 9: 绝地反击	玩法模式: 团队竞技新玩法-突变团竞模式 新增场景: 火车站, 陨石矿场 新增内容: 游戏空间, 突变大厅 新增道具: 滑翔机, 莫辛纳甘, C4 炸弹

资料来源：《和平精英》官网，中信证券研究部

图 3: 2020 年《王者荣耀》电竞赛事发展情况



资料来源：2020 全球电竞运动领袖峰会

图 4: 2020 年《和平精英》PEL 赛事观看量

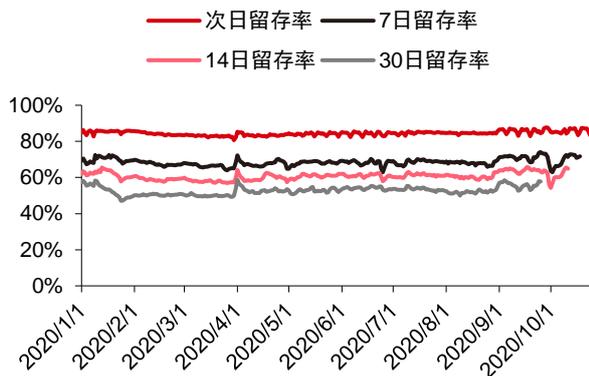


资料来源：2020 全球电竞运动领袖峰会

Z 世代成为主流消费群体，有望为竞技类游戏持续贡献收入。竞技类游戏拥有更高的留存表现。根据极光数据，2020 年《王者荣耀》和《和平精英》的 30 日留存率稳定在 50%/35% 左右。产品通过持续迭代更新保证了老用户持续付费，维持游戏收入基本盘的稳定。Z 世

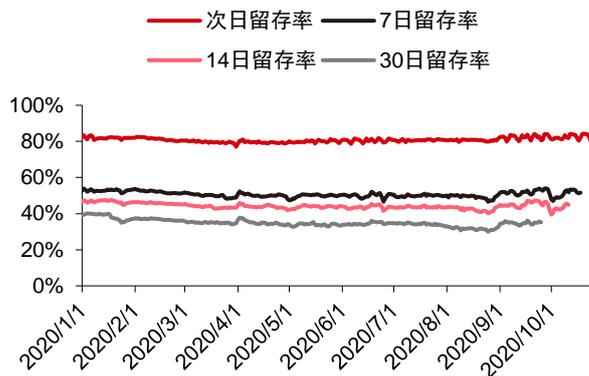
代新增用户则有望贡献收入增量。根据伽马数据统计,60%以上的Z世代游戏用户对MOBA和吃鸡类游戏更加青睐;同时Z世代拥有更强的付费能力和付费意愿,根据中信证券研究部的用户调研,超过50%的Z世代游戏用户愿意为皮肤、时装付费。因此,我们预计公司旗下竞技类游戏收入仍有望保持增长,预计《王者荣耀》/《和平精英》全年流水分别可达550/280亿元。

图 5:《王者荣耀》留存率情况



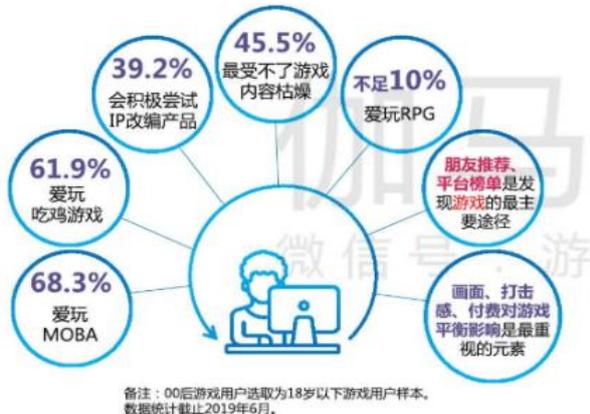
资料来源:极光,中信证券研究部

图 6:《和平精英》留存率情况



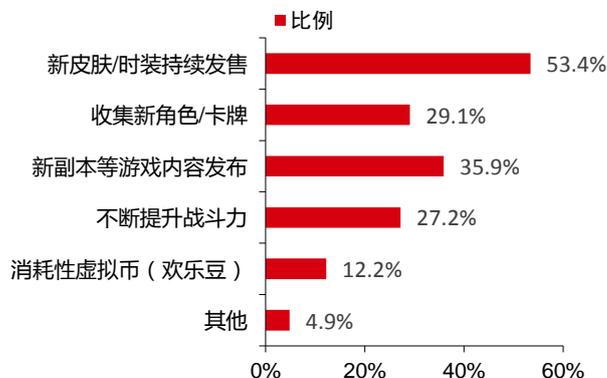
资料来源:极光,中信证券研究部

图 7:00 后游戏用户游戏行为画像



资料来源:伽马数据

图 8:促使 Z 世代玩家在同款游戏多次氪金的驱动力



资料来源:中信证券研究部问卷调查结果

新游戏表现强劲,2021 年管线产品强劲

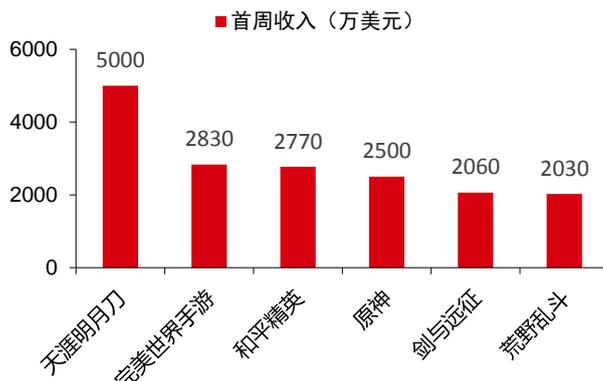
新游戏《天涯明月刀》手游发行后表现超预期,预计 2021 年有望贡献流水 120 亿元。根据七麦数据,《天涯明月刀》自发行以来始终保持 iOS 畅销榜 TOP5 位置。根据伽马数据,《天涯明月刀》上线首月流水逾 13 亿元,同时根据 Sensor Tower 数据,其上市首周收入远超《完美世界》、《和平精英》等手游并成为历史第一,10 月及 11 月收入超越《原神》等热门手游,App Store 收入仅次于《王者荣耀》《和平精英》。我们认为,参考网易《梦幻西游》手游,上线五年来于 iOS 游戏畅销榜中平均排名稳定在前五名,作为腾讯旗舰 MMORPG,预计《天涯明月刀》有望长期保持高流水表现。

图 9: 《天涯明月刀》上线以来 iOS 畅销榜排名情况



资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

图 10: 中国 App Store 热门手游上市首周收入



资料来源: Sensor Tower, 中信证券研究部

表 5: 2020 年 10 月新游流水测算榜 Top5

排名	游戏名称	游戏类型	IP 类型	首月流水预估 (亿元)
1	天涯明月刀	MMORPG	小说	13+
2	鸿图之下	SLG	无	3+
3	高能手办团	卡牌类	无	1+
4	巨像骑士团	战棋类	无	1-
5	时空中的绘旅人	剧情互动	无	1-

资料来源: 伽马数据, 中信证券研究部

图 11: 《梦幻西游》iOS 游戏畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

《使命召唤手游》国服于 2020 年 12 月 25 日正式上线。《使命召唤手游》上线前官网预约数已经突破 5000 万, 拥有极高玩家关注度。《使命召唤》手游于海外运营已达一年, 并经过国内多轮测试调优, 游戏在品质、玩法及操作手感等方面均达到行业领先水平。国服上线后, 游戏保持 iOS 游戏免费榜首位, 同时于游戏畅销榜保持 Top7 排名, 此外于 TapTap 平台保持 8 分的高分评价。根据 Sensor Tower 数据, 游戏上线首周于 iOS 平台收入逾 1400 万美元, 预计 2021 年全年流水可达 96 亿元。

图 12: 《使命召唤手游》国服预约数突破 5000 万



资料来源: 《使命召唤》手游官网

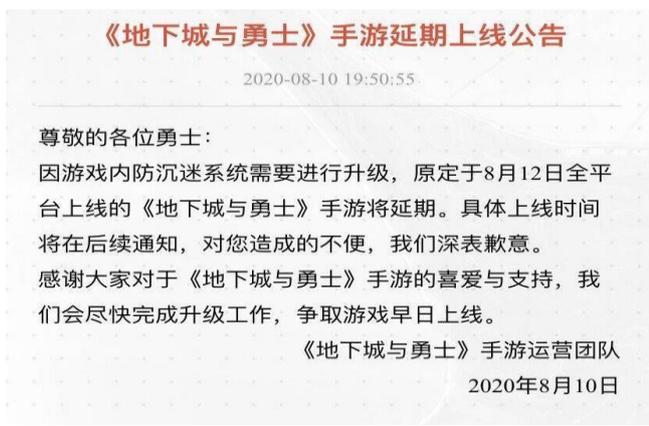
图 13: 《使命召唤手游》国服游戏画面



资料来源: 《使命召唤》手游官网

《DNF 手游》(获发版号) 已通过开发及测试阶段, 上线时间仍待确定。现阶段游戏已经达成成品状态, 但游戏正在持续改进内容和系统, 短期内有望正式上线。我们认为, 《DNF 手游》上线后有望达到当前 PC 端《DNF》的营收水平, 《DNF 手游》有望于 2021 年 H1 上线, 其流水有望达到月均 9 亿元水平。

图 14: 《DNF 手游》因升级防沉迷系统于 2020 年 8 月延期上线



资料来源: TapTap

图 15: 《DNF 手游》测试版游戏画面



资料来源: TapTap 玩家“小豪哥哥啊”测试截图

《黎明觉醒》(获发版号) 全平台预约人数已逾 2000 万, 有望于 2021 年上线。《黎明觉醒》为腾讯光子工作室群基于虚幻 4 引擎研发的开放世界生存手游。研发团队在游戏中打造了超大规模的无缝开放世界地图, 设置多种地形地貌和天气变化, 真实还原现实世界, 同时赋予玩家强自由度的玩法, 自由探索和建造和求生。游戏目前已于 2020 年 9 月完成曙光测试, 在 TapTap 评分达到 7.9 分, 同时截止 12 月全网预约用户数已突破 2000 万。我们预计游戏有望于 2021 年中旬上线, 月均流水有望达到 4-5 亿水平。

图 16: 《黎明觉醒》超大无缝开放世界地图



资料来源: 游侠网

图 17: 基于虚幻 4 引擎打造的《黎明觉醒》场景效果



资料来源: 《黎明觉醒》官方

产品线丰富, 强 IP 有望持续吸引年轻向游戏用户, 同时在题材和玩法上持续拓展, 为长期游戏业务提供弹性。根据腾讯 2020 年游戏发布会公布的产品管线, 腾讯的年轻向 IP 包括如“天蚕土豆”系列网文、《秦时明月》、《庆余年》等热门文学影视作品, 以及射击、治愈系等创新品类。随着 Z 世代群体逐渐成为主流游戏用户群体, 腾讯在年轻向游戏领域的拓展有望在年轻用户群体中保持强大影响力, 长期业绩增长动力强劲。

表 6: 腾讯主要自研/代理游戏 Pipeline 情况

游戏名称	研发商	发行商	游戏类别	亮点
《英雄联盟手游》	Riot Games	腾讯	MOBA	大 DAU 竞技类游戏, 背靠英雄联盟 IP, 12 月全球逐步开始公测
《地下城与勇士手游》	Neople	腾讯	横版格斗	背靠地下城与勇士 IP, 开发已基本完成, 公测时间待定
《黎明觉醒》	腾讯	腾讯	生存	虚幻 4 引擎开发, 开放世界生存手游
《大主宰: 大千世界》	腾讯	腾讯	MMORPG	“天蚕土豆”网文 IP
《合金弹头 代号: J》	腾讯	腾讯	横版射击	SNK 经典游戏 IP
《秦时明月世界》	腾讯	腾讯	MMORPG	《秦时明月》动画
《光与夜之恋》	腾讯	腾讯	乙女恋爱	女性向手游
《梦想新大陆》	祖龙娱乐	腾讯	回合制 RPG	虚幻 4 引擎
《诺亚之心》	祖龙娱乐	腾讯	MMORPG	虚幻 4 引擎、自由玩法
《从前有座灵剑山》	凯撒文化	腾讯	RPG	热门网文 IP
《妖怪名单之前世今生》	中手游等	腾讯	卡牌塔防	腾讯动漫同名 IP
《真三国无双 霸》	中手游相关	腾讯	动作	光荣经典游戏 IP
《全民奇迹 2》	掌趣科技	腾讯	MMORPG	虚幻 4 引擎
《龙之谷 2》	盛趣游戏	腾讯	ARPG	《龙之谷》IP 续作
《庆余年》	盛趣游戏	腾讯	MMORPG	同名小说、影视 IP 改编

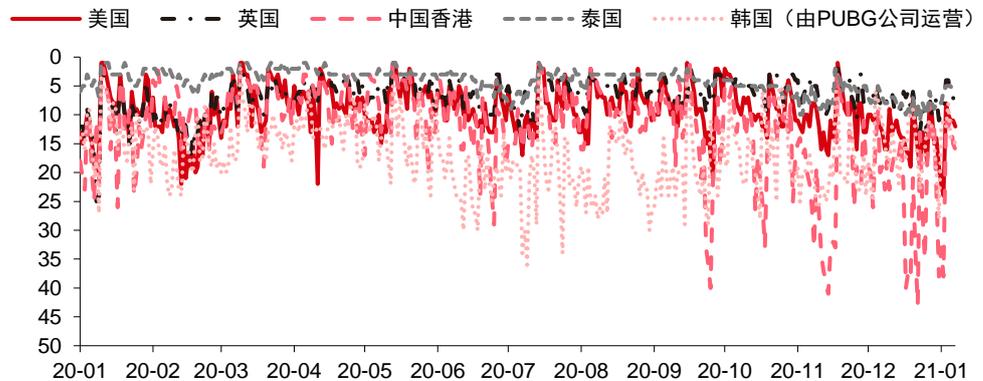
资料来源: 腾讯游戏发布会, 中信证券研究部

海外游戏有望延续强势表现, 《英雄联盟手游》有望在 2021 年加速商业化

《PUBG Mobile》与《CODM》于海外保持强劲表现。根据七麦数据,《PUBG Mobile》于全球各大主要游戏市场均有出色排名表现。根据 Sensor Tower 数据,《PUBG Mobile》排名保持在中国手游海外收入榜首位, 并在 2020 年 9 月实现全球收入逾 8600 万美元。我们认为,《PUBG Mobile》有望延续现阶段强劲表现, 预计 2021 年全年海外收入有望达到 80 亿元。根据 Sensor Tower 数据,《CODM》海外上线后打破了最快突破 1 亿下载量

的纪录, 上线八个月内累计下载总量突破 2.5 亿, 全球总收入 3.27 亿美元。我们预计, 2021 年全年《CODM》海外流水可达 60 亿元。

图 18: 2020 年《PUBG Mobile》于各主要游戏市场 iOS 畅销榜排名



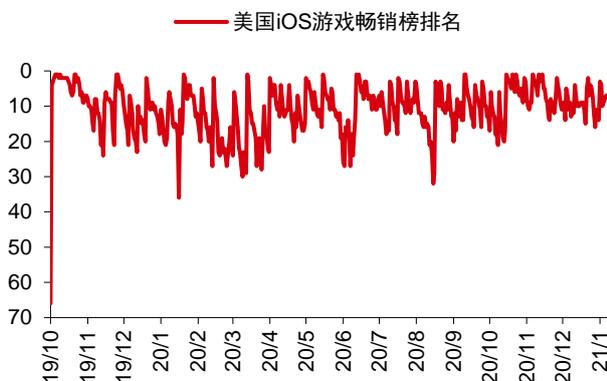
资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

表 7: 2020 年中国手游海外收入 Top10 排名情况

排名	游戏	发行商
1	PUBG Mobile	腾讯
2	万国觉醒	莉莉丝
3	State of Survival	FunPlus
4	使命召唤手游	腾讯、动视暴雪
5	荒野行动	网易
6	黑道风云	友塔网络
7	王国纪元	IGG
8	剑与远征	莉莉丝
9	放置少女	有爱互娱
10	无尽对决	沐瞳科技

资料来源: Sensor Tower, 中信证券研究部

图 19: 2020 年《CODM》于美国 iOS 畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

图 20: 美国市场 FPS 游戏总收入排名 Top5 (2019.10-2020.09)



资料来源: Sensor Tower, 中信证券研究部

海外版《英雄联盟手游》已于部分海外市场开启公测, 有望在 2021 年加速全球推广

并贡献收入增量。2020年10月起，游戏已在日韩及东南亚市场开启公测，并将在2020年12月和2021年春季分别在欧洲等市场和美洲地区上线。自公测上线以来，游戏得到国内外玩家的强烈关注，根据Sensor Tower数据，截止12月16日，游戏下载量已逾1200万次。由于《英雄联盟手游》付费点主要在于英雄及皮肤消费，早期英雄数较少料将导致上线初期流水规模有限；随着用户规模和英雄池数量的逐渐提升，游戏流水有望持续提升。鉴于游戏有望于2021年春季实现覆盖海外主要游戏市场，我们预计2021年游戏于海外市场全年流水有望达到40亿元。

图 21: 《英雄联盟手游》韩服测试版 iOS 免费榜排名变化



资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

图 22: 《英雄联盟手游》海外公测时间表

日期	地区
2020.10.27	日本、韩国、印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国
2020.12.7	越南、大洋洲、中国台湾
2020.12.10	欧洲、土耳其、俄罗斯&独联体、中东、北非
2021年春季	美洲

其他国家及地区将陆续推出

资料来源: 《英雄联盟手游》官方, 中信证券研究部

图 23: 《王者荣耀手游》游戏画面



资料来源: 电玩咖

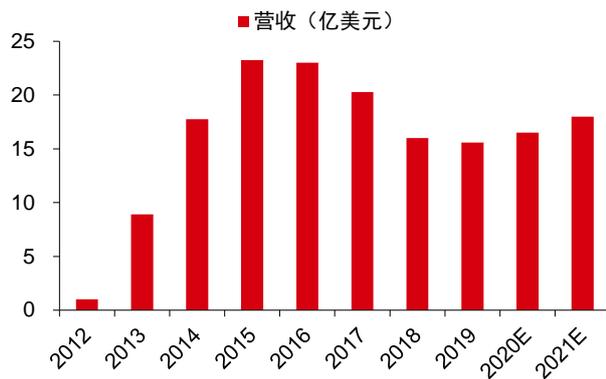
图 24: 《英雄联盟手游》1.0 版英雄池



资料来源: 《英雄联盟手游》官网, 中信证券研究部

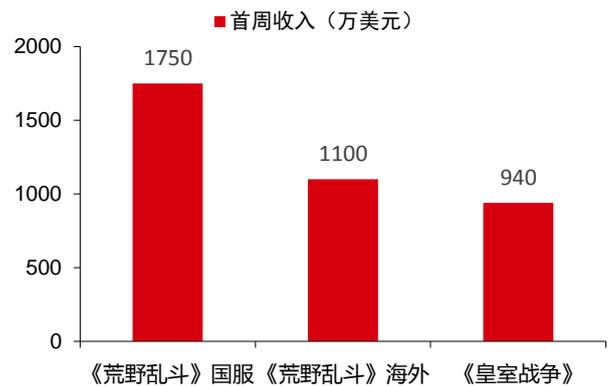
Supercell 营收有望实现增长。根据 Sensor Tower 数据，随着 2020 年 6 月《荒野乱斗》国服上线，首周 App Store 收入实现 1750 万美元，远超《荒野乱斗》海外版及皇室战争上线首周的收入水平；同时《荒野乱斗》海外收入仍在持续提升，上线半年以来海外收入逾 2.75 亿美元。我们预测 2021 年 Supercell 有望贡献 18 亿美元并表营收。

图 25: 2012-2019 年 Supercell 营收情况



资料来源: Statista (含预测), 中信证券研究部

图 26: 《荒野乱斗》国服、海外服及《皇室战争》上线首周收入对比



资料来源: Sensor Tower, 中信证券研究部

经典端游预计保持稳定

《英雄联盟》《地下城与勇士》《穿越火线》预计表现稳定。根据 Superdata 数据, 2019 年《地下城与勇士》/《英雄联盟》/《穿越火线》全球收入分别达到 16/15/14 亿美元; 2020 年 6 月, 三款游戏分别排名 PC 端游收入前三名。S10《英雄联盟》全球总决赛和《穿越火线》影视剧持续提升相应游戏关注度和 IP 价值, 同时运营活动不断带动流水提升。我们预计 2021 年三款端游收入端总体有望保持基本稳定, 但是或将略有下滑。

表 8: 2019 年 Free-to-Play 游戏营收排行 Top10

排名	游戏	发行商	类别	营收 (亿美元)
1	Fortnite	Epic Games	射击	18
2	Dungeon Fighter Online	Nexon	RPG	16
3	Honour of King	Tencent	MOBA	16
4	League of Legends	Riot Games, Tencent	MOBA	15
5	Candy Crush Saga	KING Digital Entertainment	解谜	15
6	Pokemon GO	Niantic	冒险	14
7	Crossfire	SmileGate	射击	14
8	Fate/Grand Order	Aniplex	RPG	12
9	Game for Peace	Tencent	射击	12
10	Last Shelter: Survival	Long Tech/im30.net	策略	11

资料来源: Superdata, 中信证券研究部

海外《Valorant》2020 年成为爆款, 预计 21 年全年海外贡献流水约 6 亿元。根据 Superdata 数据, 《Valorant》海外上线首月即成为当月全球 PC 端游收入第 6 名的游戏, 首发收入和玩家人数打破此前 EA《Apex 英雄》所创记录。我们预计, 海外《Valorant》2021 年有望实现流水 6 亿元。

表 9: 2020 年 6 月全球 PC 端游收入排行榜

排名	游戏
1	Dungeon Fighter Online
2	League of Legends
3	Crossfire

排名	游戏
4	Fantasy Westward Journey Online
5	Roblox
6	Valorant
7	Fortnite
8	World of Warcraft West
9	Counter-Strike: Global Offensive
10	Sims 4

资料来源: Superdata, 中信证券研究部

腾讯网络游戏业务营收测算

我们预测 2021 年腾讯游戏业务营收为 1823.34 亿元, YoY+13.7%:

(1) 手游: 预计 2021 年公司国内市场手游流水 1310 亿元, 海外市场游戏流水 258 亿元 (并表 Supercell), 预计 2021 年新上线手游流水 206 亿元。预计 2021 年公司手游整体营收为 1812.88 亿元, YoY+19.5%。

(2) 端游: 预计 2021 年公司端游营收为 448.22 亿元, 预计同比略有下滑, YoY-2.0%。

(3) 应用宝: 预计 2021 年公司应用宝营收为 437.76 亿元, 增速预计与手游业务增速相近, YoY+18.0%。

表 10: 腾讯 2021 年手游业务流水测算

名称	预计流水 (亿元)	备注	合计 (亿元)
王者荣耀	550	预计月均流水 45 亿元	
和平精英	280	预计月均流水 20-25 亿元	
天涯明月刀	120	预计月均流水 10 亿元	
鸿图之下	30	预计月均流水 2.5 亿元	
QQ 飞车	36	预计月均流水 3 亿元	
穿越火线	72	预计月均流水 6 亿元	1310
火影忍者	12	预计月均流水 1 亿元	
完美世界	12	预计月均流水 1 亿元	
跑跑卡丁车	18	预计月均流水 1.5 亿元	
街霸: 对决	30	预计月均流水 2.5 亿元	
国内其他	150	预计其他游戏月均流水共计 12.5 亿元	
PUBG (海外)	80	预计月均流水 1 亿美元	
CODM (海外)	18	预计月均流水 7000 万美元, 预估腾讯分成比例 30%	258
LOLM (海外)	40	预计月流水约 5000 万美元	
Supercell 并表	120	预计 21 年全年营收 18 亿美元	
CODM (国内)	96	预计月均流水 8 亿元	
黎明觉醒 (国内)	30	预计 21 年 6 月国内上线, 月均流水 5 亿元	206
DNFM (全球)	80	预计 21 年 H1 上线, 预计营收水平与端游持平, 月均流水 9 亿元	
手游合计 (亿元)		1774	

资料来源: 中信证券研究部测算

表 11: 腾讯网络游戏业务营收测算

	2018	2019	2020E	2021	2022
网络游戏	1039.92	1147.10	1603.30	1823.34	2048.14
YoY	15%	13.2%	39.8%	13.7%	12.3%
移动游戏	778.00	966.08	1516.91	1812.88	2125.44
YoY	24.0%	24.2%	57.0%	19.5%	17.2%
应用宝	244.08	289.56	370.98	437.76	516.55
YoY	22.0%	24.2%	28.1%	18.0%	18.0%
PC 游戏	506.00	470.58	457.36	448.22	439.25
YoY	-8.0%	-7.0%	-2.8%	-2.0%	-2.0%

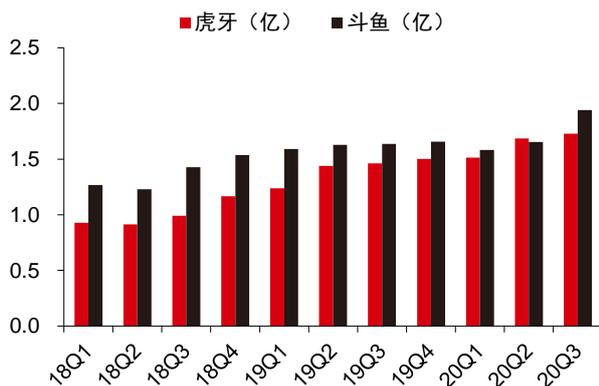
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

■ 社交网络业务: 大文娱整合加速, 付费率及 ARPPU 持续提升

电竞业务整合, 成本改善, 电竞内容社区建设加速

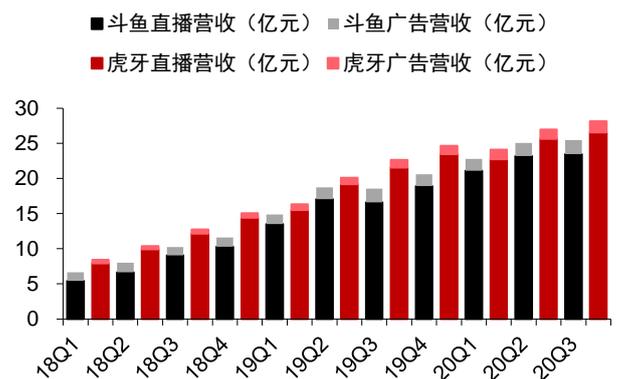
公司电竞业务加速整合, 若完成对斗鱼和虎牙控股后, 电竞业务成本有望改善。2020Q3 斗鱼/虎牙 MAU 分别为 1.94/1.73 亿元, 营收分别为 25.47/28.15 亿元。腾讯当前持股虎牙/斗鱼的比例分别达到 51%/38%, 若整合计划通过监管机构审核并实现落地, 斗鱼、虎牙、企鹅电竞将合并成为腾讯控股并表子公司, 我们估算未去重 MAU 规模逾 3.8 亿。合并后虎牙及斗鱼的恶性竞争和版权成本料将改善, 我们认为公司有望保持国内游戏直播行业的优势地位。

图 27: 斗鱼、虎牙总 MAU 变化情况



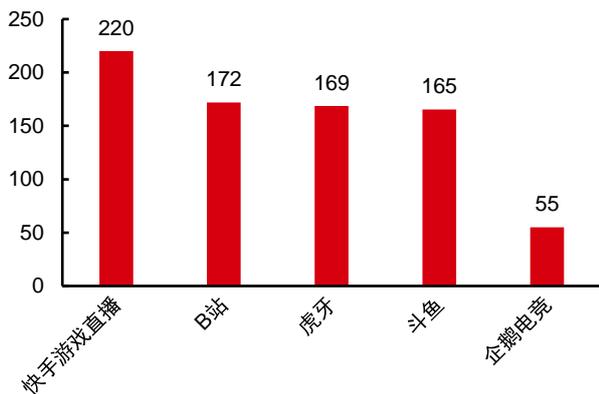
资料来源: 斗鱼、虎牙公司公告, 中信证券研究部

图 28: 斗鱼、虎牙季度营收变化情况



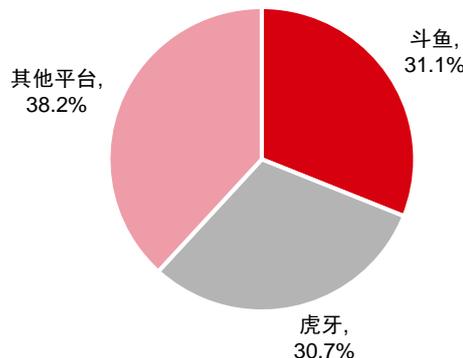
资料来源: 斗鱼、虎牙公司公告, 中信证券研究部

图 29: 头部游戏直播平台 MAU 对比 (单位: 百万)



资料来源: 各公司财报及官网, ChinaJoy, 中信证券研究部

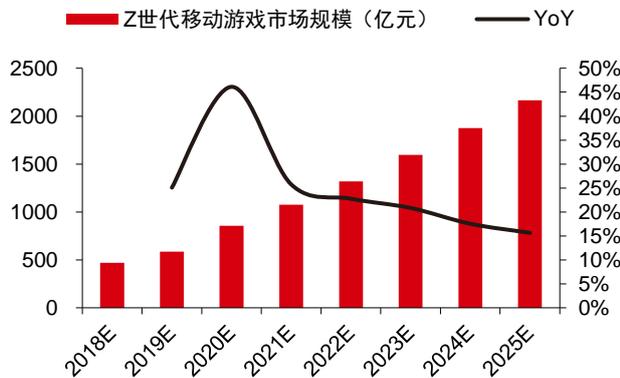
图 30: 2019 年热度 Top1000 游戏主播归属平台分布情况



资料来源: 艾瑞咨询 (小葫芦), 中信证券研究部

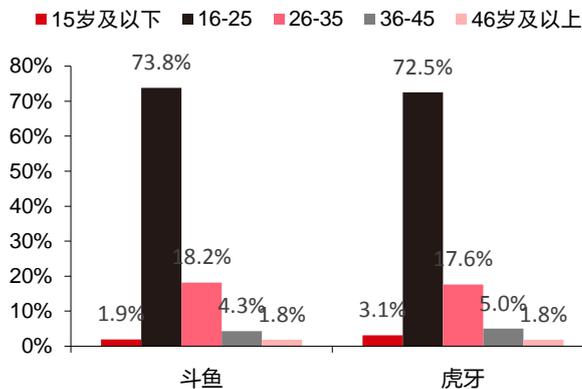
电竞内容社区建设加速, 同时年轻用户付费能力提升, 有望推动平台用户和付费持续提升。斗鱼和虎牙在电竞内容社区领域的布局包括: (1) 在直播领域, 两大平台均围绕主播、战队及赛事持续输出优质电竞内容; (2) 在视频领域, 两大平台均开始发力游戏中的短视频, 鼓励主播及工会结合视频形式进行内容产出; (3) 在社区领域, 斗鱼基于“鱼吧”板块已经构建起用户间交流游戏资讯、分享图文视频创作的社区生态。此外, 根据极光数据, 2020Q3 斗鱼/虎牙平台中 95 后用户占比分别达到 75.7%/75.6%。随着年轻用户群体逐渐获得消费决策权和独立收入, 付费能力持续提升, 线上泛娱乐消费能力和意愿更强的 Z 世代有望持续提升平台付费率和 ARPPU。

图 31: Z 世代移动游戏市场规模



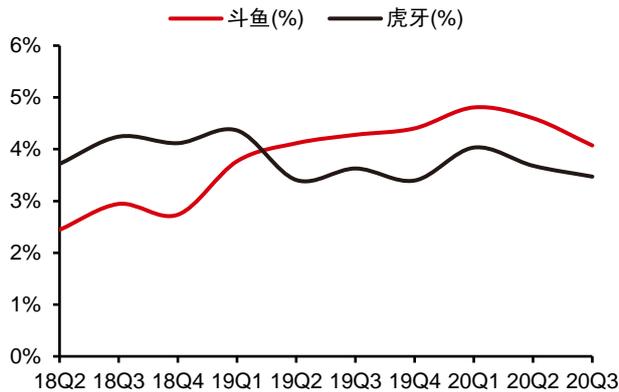
资料来源: Wind, 国家统计局, 游戏工委, 伽马数据, 中信证券研究部测算、预测

图 32: 斗鱼、虎牙平台用户年龄结构对比



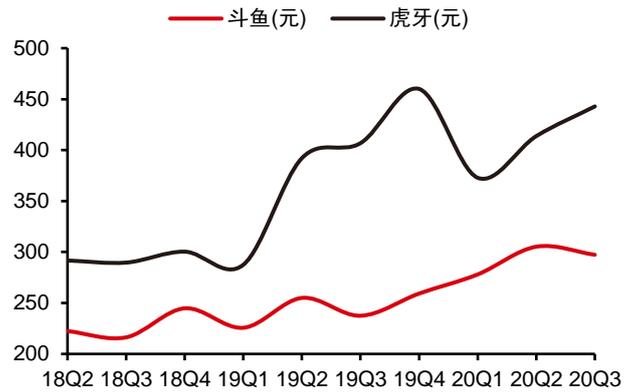
资料来源: 极光, 中信证券研究部

图 33: 斗鱼、虎牙付费率对比



资料来源: 斗鱼、虎牙公司公告, 中信证券研究部

图 34: 斗鱼、虎牙 ARPPU 对比



资料来源: 斗鱼、虎牙公司公告, 中信证券研究部

构建内容社区生态, 进一步提升平台核心价值。斗鱼虎牙未来有望围绕游戏进一步布局中短视频等多元化内容, 形成涵盖游戏直播、游戏内容、游戏社交的垂直内容社区, 平台影响力和价值有望进一步提升。斗鱼虎牙未来价值有望迎来重塑, 对比社区型平台 Facebook/哔哩哔哩单用户市值 284/126 美元, 斗鱼和虎牙的单用户市值仅为 19/28 美元。随着未来游戏垂直内容社区形成, 多元化内容料将提升用户粘性与付费意愿, 带来平台价值的重估。

表 12: 斗鱼和虎牙的可比社交和社区类公司估值水平

公司代码	公司名称	市值 (亿美元)	用户规模 (百万)	单用户市值 (美元)
0700.HK	腾讯控股	7,273	1,212.8	599.7
FB.O	Facebook	7,792	2,740.0	284.4
TWTR.N	Twitter	409	374.0	109.4
WB.O	微博	90	523.0	17.2
BILI.O	哔哩哔哩	249	197.2	126.3
平均				227.4
DOYU.O	斗鱼	37	194.0	19.2
HUYA.N	虎牙直播	48	172.9	27.7

资料来源: Wind, 各公司公告, 中信证券研究部 (注: 公司市值截止至 2021 年 1 月 13 日, 微博 MAU 采用 2020H1 数据, 其他公司 MAU 采用 2020Q3 数据, Twitter MAU 为中信证券研究部预测值)

腾讯视频 21 年内容管线优质, 有望持续带动付费用户及 ARPU

根据腾讯视频 V 视界大会所公布的片单, 2021 年平台预计公司将上线包括《鬼吹灯》、《三体》、《雪中悍刀行》等大 IP 改编影视剧, 以及《四十正好》、《欢乐颂 3》、《庆余年 2》等热门剧目续集等。多元化的精品矩阵将提升平台竞争力, 有望带动平台付费及广告收入提升。

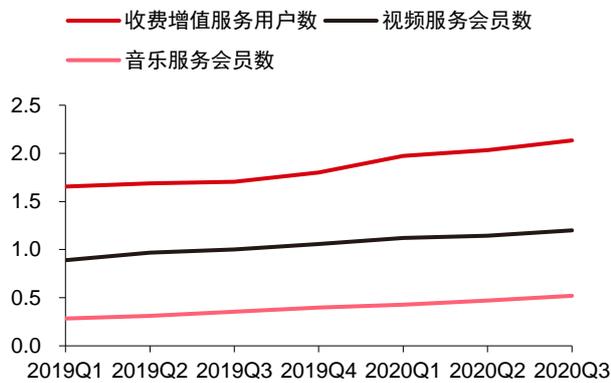
表 13: 腾讯视频 2021 年片单部分主要作品

影视剧	题材	类型	主要演职人员	主制作方
《鬼吹灯之云南虫谷》	盗墓冒险	小说 IP	潘粤明、张雨绮	企鹅影视
《三体》	科幻冒险	小说 IP	张鲁一、于和伟	企鹅影视
《雪中悍刀行》	古装武侠	小说 IP	张若昀、胡军	企鹅影视
《繁花》	当代都市	小说 IP	胡歌、唐嫣	企鹅影视

影视剧	题材	类型	主要演职人员	主制作方
《斗破苍穹 2》	玄幻武侠	小说 IP	-	企鹅影视
《庆余年 2》	古装权谋	系列 IP	张若昀、郭麒麟	阅文新丽
《天龙八部》	古装武侠	小说 IP	杨佑宁、白澍	阅文新丽
《斗罗大陆》	古装玄幻	小说 IP	肖战、吴宣仪	阅文新丽
《青簪行》	古装探案	小说 IP	杨紫、吴亦凡	阅文新丽
《大江大河 2》	当代都市	系列 IP	王凯、杨烁	正午阳光
《欢乐颂》3, 4, 5	都市女性	系列 IP	刘涛、杨紫	正午阳光
《镜双城》	古装玄幻	小说 IP	李易峰、陈钰琪	华策克顿
《有翡》	古装武侠	小说 IP	赵丽颖、王一博	华策克顿
《长歌行》	历史传奇	漫画 IP	迪丽热巴、吴磊	华策影视
《四十正好》	都市女性	系列 IP	孙俪、马伊琍、李晟	柠萌影业
《斛珠夫人》	古装言情	小说 IP	杨幂、陈伟霆	嘉行传媒

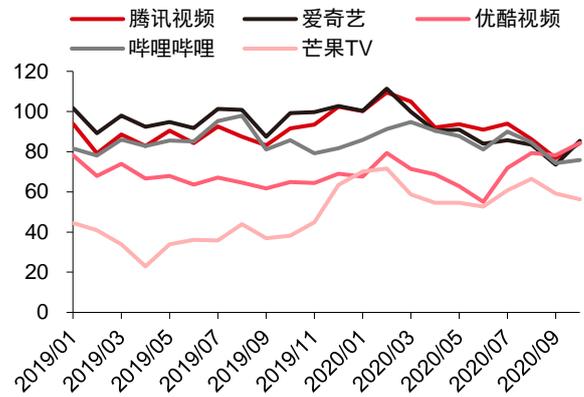
资料来源：2021 年腾讯视频 V 视界大会，中信证券研究部

图 35：腾讯增值服务用户数量变化情况（单位：亿）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：各头部视频平台单月日均使用时长对比（单位：分钟）



资料来源：极光，中信证券研究部

腾讯社交网络业务营收测算

我们预测 2021 年社交网络业务营收分别为 1296.18 亿元，YoY+19.3%：

(1) 应用宝：预计 2021 年应用宝营收为 437.76 亿元，增速预计与手游业务增速相近，YoY+18.0%。

(2) 视频、音乐、直播等业务：预计 2021 年视频、音乐、直播等业务营收为 858.42 亿元，预计 2021 年 YoY+20.0%。

- ◆ 腾讯视频：我们预计 2021 年腾讯视频会员数可达 1.47 亿人，YoY+25%；ARPPU 参考爱奇艺水平，2021 年预测为 164.96 元，YoY+5%；对应腾讯视频营收可达 242.95 亿元，YoY+31%。
- ◆ 直播：我们预计 2021 年斗鱼/虎牙营收分别可达 138.76/297.46 亿元，YoY+30%/+70%，斗鱼虎牙有望于 2021 年合并成为腾讯全资子公司，在贡献利润增量的同时，良性竞争和产业合作亦有望进一步提升营收水平。

- ◆ 腾讯音乐：我们预计 2021 年腾讯音乐娱乐营收可达 357.53 亿元，YoY+22.4%，其中付费率在版权建设、付费意愿提升等因素催化下有望持续提升，我们预计 2021 年腾讯在线音乐付费用户数可达 6830 万人，YoY+43%。
- ◆ 阅文集团：我们预计 2021 年阅文集团营收可达 88.99 亿元，YoY+16.56%。随着管理层推动腾讯影业与阅文之间的合作落地，料将带来营收增量。

表 14：腾讯社交网络业务营收测算（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
社交网络营收	726.54	852.81	1086.33	1296.18	1529.49
YoY	21.0%	17.4%	27.4%	19.3%	18.0%
应用宝	244.08	289.56	370.98	437.76	516.55
YoY	22.0%	24.2%	28.1%	18.0%	18.0%
视频、音乐、直播等	482.46	563.51	715.35	858.42	1012.94
YoY	33.8%	16.8%	26.9%	20.0%	18.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 15：腾讯视频业务营收测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
腾讯视频营收（亿元）	119.91	145.54	185.11	242.95	306.12
YoY		21%	27%	31%	26%
腾讯视频会员数（百万）	78.00	97.95	117.83	147.28	176.74
YoY		26%	20%	25%	20%
ARPPU（元，参考 lqiyi）	153.73	148.59	157.10	164.96	173.21
YoY		-3%	6%	5%	5%

资料来源：腾讯控股、爱奇艺公司公告，中信证券研究部预测

表 16：斗鱼、虎牙业务营收测算（单位：百万元）

斗鱼	FY 2018	FY 2019	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
营收	3654.40	7283.23	10665.40	13876.45	17873.00
YoY	94%	99%	46%	30%	29%
直播	3147.20	6617.30	9871.29	12976.45	16843.43
YoY	107%	110%	49%	31%	30%
广告及其他	507.20	665.90	794.10	899.99	1029.59
YoY	39%	31%	19%	13%	14%
虎牙	FY 2018	FY 2019	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E
营收	3654.40	8374.43	17468.04	29746.04	40901.95
YoY	94%	129%	109%	70%	38%
直播	3147.20	7976.17	17042.20	29298.01	40431.25
YoY	107%	153%	114%	72%	38%
广告及其他	507.20	398.26	425.84	448.02	470.69
YoY	39%	-21%	7%	5%	5%

资料来源：斗鱼、虎牙公司公告，中信证券研究部预测

表 17：阅文集团业务营收测算（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收	5,038.25	8,347.77	7,634.96	8,899.29	10,301.77

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
YoY	25.16%	65.69%	-8.54%	16.56%	15.76%
在线阅读	3827.93	3710.418	5145.30	5704.34	6183.30
YoY	11.91%	-3.07%	38.67%	10.87%	8.40%
自有平台产品	2213.09	2425.142	4149.45	4771.87	5344.49
YoY	18.12%	9.58%	71.10%	15.00%	12.00%
腾讯产品自营渠道	951.77	836.027	647.99	615.59	584.81
YoY	-12.03%	-12.16%	-22.49%	-5%	-5%
第三方平台收入	663.06	449.249	347.86	316.89	254.00
YoY	43%	-32%	-23%	-9%	-20%
版权运营	1003.03	4423.104	2323.20	3020.16	3926.21
YoY	160.13%	340.97%	-47.48%	30%	30%
其他产品	207.29	214.245	166.46	174.78	192.26
YoY	-5.53%	3.35%	-22.31%	5.00%	10.00%

资料来源：阅文集团公司公告，中信证券研究部预测

表 18：腾讯音乐娱乐业务营收测算（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收	18985.00	25434.00	29206.11	35753.03	41849.85
YoY	72.9%	34.0%	14.8%	22.4%	17.1%
在线音乐服务	5536.00	7152.00	8990.52	11834.08	13878.37
YoY	75.8%	29.2%	25.7%	31.6%	17.3%
订阅	2500.00	3560.37	5398.89	7955.12	9704.61
YoY	35.7%	42.4%	51.6%	47.3%	22.0%
其他在线音乐服务	3036.00	3591.63	3591.63	3878.96	4173.76
YoY	132.3%	18.3%	0.0%	8.0%	7.6%
社交娱乐付费	13449.00	18282.00	20215.59	23918.96	27971.48
YoY	71.7%	35.9%	10.6%	18.3%	16.9%

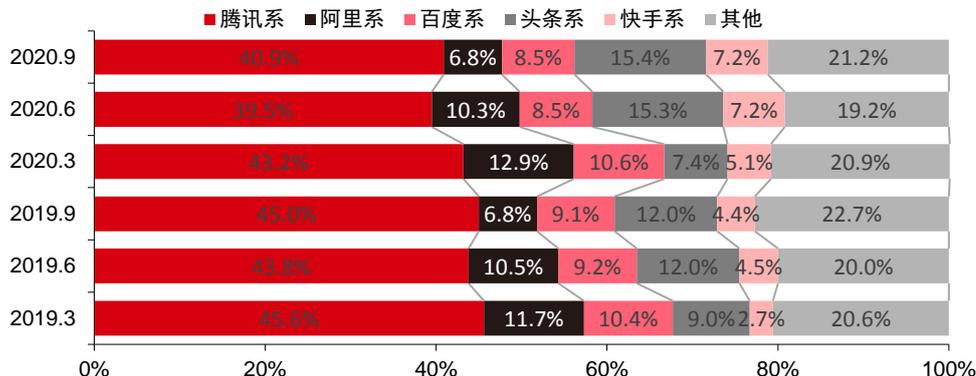
资料来源：TME 公司公告，中信证券研究部预测

■ 广告业务：技术+价格提升推动社交广告持续增长，媒体广告有望企稳

腾讯社交平台流量优势有望保持

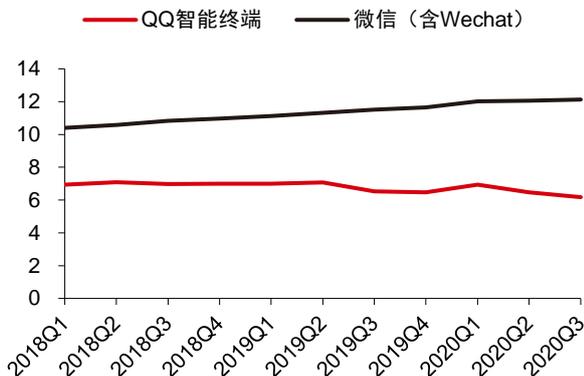
受益短视频冲击影响减弱，腾讯流量份额有所回升。微信用户规模已实现高度覆盖，QQ 在年轻用户群体影响力较强。根据 2020Q3 公司公告，2020Q3 微信（含 WeChat）MAU 已达 12.13 亿，环比+1%，微信现已实现高度覆盖，未来用户规模料将持续小幅提升；2020Q3 QQ 智能终端 MAU 达 6.17 亿，虽然环比略降，但 QQ 更受 Z 世代用户青睐，根据 QuestMobile 数据，使用 QQ/微信的 Z 世代用户占比分别为 37.5%/33.3%。随着 Z 世代结构化人口红利到来，QQ 的用户规模料仍有增长空间。

图 37: 移动互联网巨头 App 使用时长占比



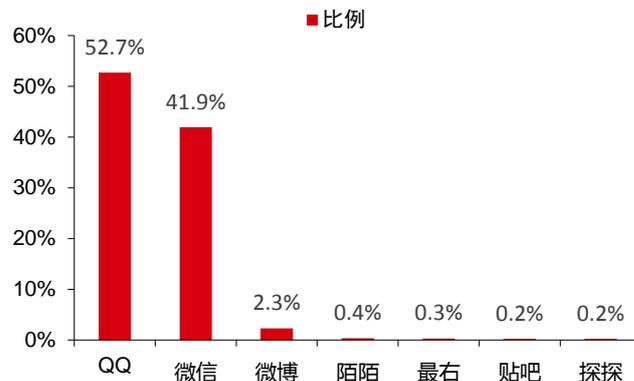
资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

图 38: 微信、QQ 平台 MAU 变化情况 (单位: 亿)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 39: 移动互联网巨头 App 使用时长占比



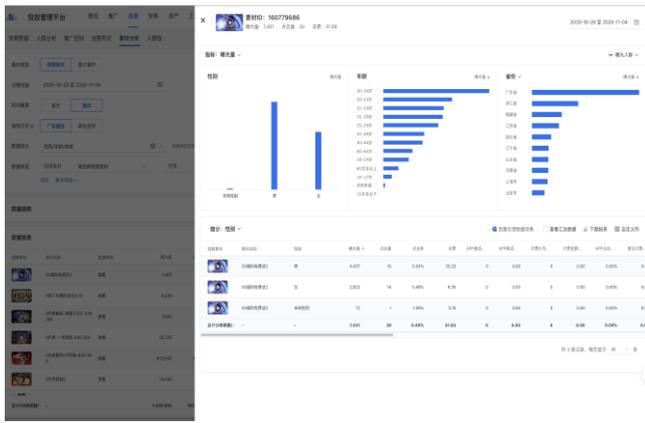
资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

技术升级+需求提升拉动社交广告持续增长

社交广告技术端持续迭代升级, 广告转化率提升吸引广告主于腾讯平台进行广告投放。腾讯基于算法的广告投放解决方案以及技术上的迭代升级为广告主带来更高的转化率和 ROI。我们整理了近期腾讯社交广告的升级情况, 主要包括在投放能力、数据分析和外链跳转三个类别上的提升:

投放能力提升: (1) 全量支持自动版位投放+分版位出价; (2) 批量修改出价策略, 深度优化目标出价、定向包及流量包; (3) 视频广告报表支持受众分析, 查看素材对应人群画像分析; (4) 支持跨账户投放、查看素材报表、素材分析、自定义盯盘等; (5) 提供多种广告样式, 包括激励式互动、激励浏览、模板化广告组件等。

图 40: 腾讯广告支持受众人群画像分析



资料来源: 腾讯广告

图 41: 腾讯优量汇广告激励浏览广告实例



资料来源: 腾讯广告

数据分析能力提升: (1) 全链数据整合, 串联起 App、小程序、线下店等多场景数据; (2) 对广告主开放深度数据, 通过多种方式提取全行业人群标签实现精准定向, 并提供 SQL Lab、Model Lab 供广告主定制化人群定向; (3) 通过数据保险柜提供全方位安全保障, 实现数据资产管理等。

图 42: 腾讯广告数据管理平台 (DMP) 应用场景



资料来源: 腾讯广告

图 43: 腾讯 DMP 平台多种目标人群提取方式



资料来源: 腾讯广告

外链跳转能力提升: (1) 朋友圈常规样式支持外层直跳小程序; (2) 朋友圈简版原生页支持 Web store (落地页直接打开苹果商店) 直接完成下载或激活、上滑打开页面等打开类型; (3) 朋友圈支持直接唤起 App 或当 Android Q 应用无法直达时跳转对应小程序; (4) 外层广告跳转中间页引流电商店铺或通过品牌广告直链电商店铺等。

图 44: 朋友圈常规样式支持外层直跳微信小程序



资料来源: 腾讯广告

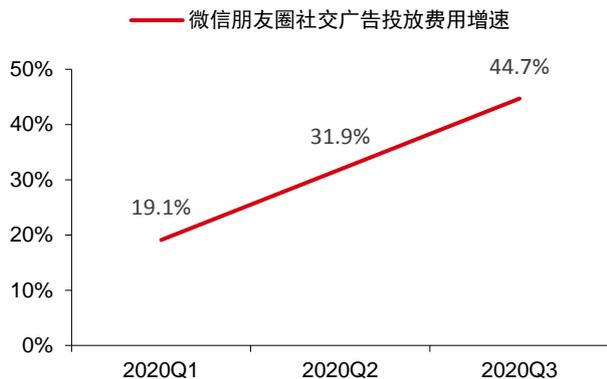
图 45: 腾讯广告外链引流电店铺能力



资料来源: 腾讯广告

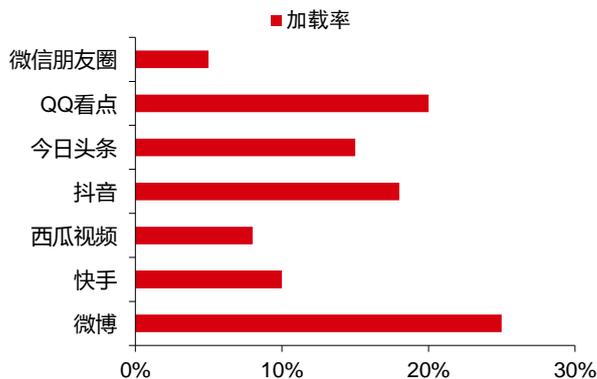
微信广告价值仍有较大挖掘空间。根据 Questmobile 数据, 2020 年以来微信朋友圈社交广告投放费用增速提升。微信朋友圈于 2020 年开始测试第四条广告位, 但相比其他主流平台广告加载率仍处于较低水平。此外, 随着微信生态的拓展, 小程序、小游戏、小商店等功能有望开辟新的广告点位, Adload 仍有长期提升空间。

图 46: 2020 年微信朋友圈广告投放费用增速



资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

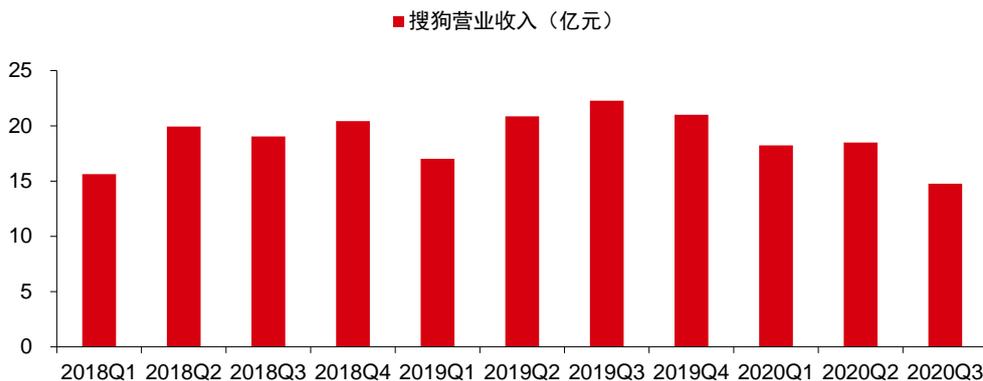
图 47: 主流平台广告加载率估算



资料来源: 各 App 实测, 中信证券研究部

腾讯收购搜狗并实现并表, 有望为广告业务贡献单季度近 20 亿元营收增量。2020 年 9 月腾讯对搜狗收购计划落地, 搜狗预计于 2021 年 3 月 29 日至 7 月 31 日之间完成私有化退市并成为腾讯并表子公司。搜狗主营业务为搜索及搜索相关广告, 近期单季度营收规模处于 15-20 亿元区间, 并表后有望增厚腾讯广告业务营收。同时, 搜狗的搜索、AI 等核心技术有望整合至腾讯体系内, 广告业务的智能分发效率和推荐能力有望得到进一步提升, 行业领先的搜索技术亦将深度赋能微信平台, 强化微信内部搜索能力。

图 48: 搜狗季度营收情况



资料来源: 搜狗公司公告, 中信证券研究部

媒体广告有望受益于优质内容

社交网络优质内容有望持续推动媒体广告业务增长。2020Q3 通过热门电视剧《三十而已》和自制综艺《明日之子》吸引赞助商投放, 公司媒体广告业务营收降幅缩减。根据 2021 年腾讯视频 V 视界大会所公布的片单情况, 2021 年腾讯视频片单强大, 影视剧和综艺、国漫大作频出, 媒体广告复苏可期。

表 19: 2021 年腾讯视频综艺片单

综艺	类型	综艺	类型
拜托了冰箱 7	真人秀	五十公里桃花坞	真人秀
哈哈哈哈哈 2	真人秀	长大成人	真人秀
奇遇人生 3	真人秀	候场 800	音乐
幸福三重奏 4	真人秀	脱口秀反跨年	脱口秀
明日之子-少年民谣季	音乐	平行时空遇见你	偶像
炙热的我们 2	音乐	轰轰轰	竞技
演员请就位 2	演艺	姐姐妹妹的武馆	竞技
创造营 2021	选秀	家族年年夜 FAN	搞笑
吐槽大会 5	脱口秀	阿凡不达	搞笑
脱口秀大会 4	脱口秀	超新星运动会-夏/冬季版	体娱
德云斗笑社 2	团体	我和我的经纪人	成长
心动的信号 4	社交		
令人心动的 offer 3	成长		

资料来源: 2021 年腾讯视频 V 视界大会, 中信证券研究部

腾讯广告业务营收测算

我们预测公司 2021 年广告业务营收分别为 1017.88 亿元, YoY+23.5%:

(1) 社交广告: 得益于广告主需求端和广告投放技术的持续提升, 预计 2021 年公司社交广告业务持续高速增长, 我们预测 2021 年社交广告营收可达 876.66 亿元, YoY+27.5%。

(2) 媒体广告: 随着媒体广告基本面有望持续改善, 同时腾讯视频 2021 年片单强大

有望推动媒体广告实现复苏。我们预测 2021 年媒体广告营收可达 141.23 亿元，2021 年预计增速回正，YoY+3.5%。

表 20：腾讯广告业务营收测算（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
广告业务营收	580.79	684.11	824.07	1017.88	1216.40	1480.42
YoY		17.8%	20.5%	23.5%	19.5%	21.7%
媒体广告	183.06	155.30	136.45	141.23	146.87	154.22
YoY		-15.2%	-12.1%	3.5%	4.0%	5.0%
腾讯视频广告	128.14	102.50	90.06	98.86	102.81	104.87
YoY		-20.0%	-12.1%	9.8%	4.0%	2.0%
腾讯新闻广告	54.92	52.80	46.39	42.37	44.06	49.35
YoY		-3.8%	-12.1%	-8.7%	4.0%	12.0%
社交广告	397.73	528.81	687.62	876.66	1069.52	1326.21
YoY		33.0%	30.0%	27.5%	22.0%	24.0%
微信广告	219.68	287.13	397.95	516.37	657.09	834.82
YoY		30.7%	38.6%	29.8%	27.3%	27.0%
XQ 广告（信息流+QQ）	85.41	105.48	127.04	142.75	162.63	177.86
YoY		23.5%	20.4%	12.4%	13.9%	9.4%
联盟广告	35.00	68.25	102.38	133.09	166.36	204.62
YoY		95.0%	50.0%	30.0%	25.0%	23.0%
其他	57.64	67.95	60.26	84.46	83.45	108.91
YoY		17.9%	-11.3%	40.2%	-1.2%	30.5%

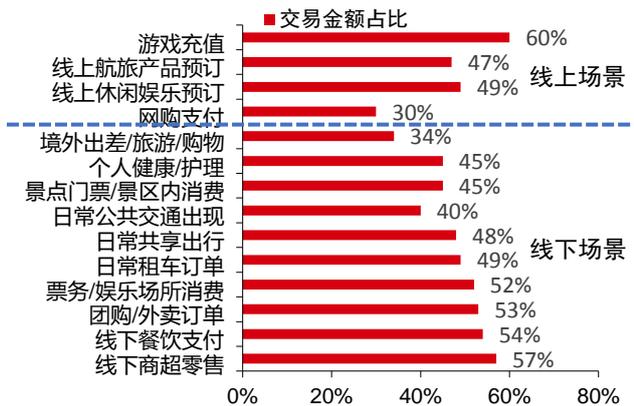
资料来源：公司公告，极光，Questmobile，中信证券研究部预测

金融科技与企业服务：贡献长期增长动力

金融：微信交易生态驱动支付+理财+信贷业务持续增长

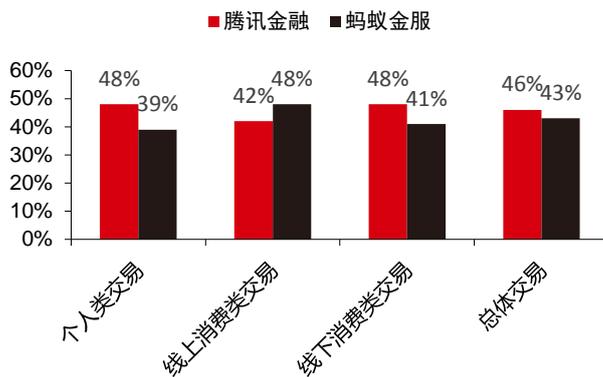
社交支付预计将维持稳定小幅增长，商业支付有望持续高速增长。2019 年底，腾讯支付平台 MAU 已逾 8 亿，腾讯社交支付如红包、转账已达到较高渗透率，未来社交支付业务料将随用户基数增长而维持小幅增长。微信交易生态建设（小程序电商、小商店、平台内直播电商等能力拓展）、线下交易渗透率提升（2019 年底微信线下商户数逾 5000 万）和支付补贴退坡（长期毛利率有望提升至 35%）有望为商业支付业务贡献持续增长动力。2020Q3 公司总支付金额同比+30%，主要得益于商业支付 DAU 及 ARPU 的良好增长，我们认为未来商业支付业务有望维持较高增速。随着支付业务的发展，未来手续费率及毛利率预计仍有提升空间，我们测算乐观预期下 2022 年板块净利润有望达到 1077.1 亿元。

图 49: 腾讯各类线上、线下消费场景交易金额占比



资料来源: 益普索 (2019Q3), 中信证券研究部

图 50: 腾讯金融与蚂蚁金服各类型交易金额份额对比



资料来源: 益普索 (2019Q3), 中信证券研究部 (注: 个人类包括红包、转账、缴费等; 线上消费类包括网购、线上预订、游戏充值等; 线下类包括线下商超、餐饮、出行等)

表 21: 腾讯支付业务净利润及敏感性分析 (单位: 亿元)

毛利率\手续费率	0.10%	0.20%	0.30%	0.40%
28%	175.0	350.1	525.1	700.1
30%	202.0	403.9	605.9	807.9
32%	228.9	457.8	686.7	915.6
35%	269.3	538.6	807.9	1077.1

资料来源: 益普索 (2019Q3), 易观, 中信证券研究部测算 (注: 第三方支付金额规模采用易观 2022 年预测数据 292.7 万亿元, 腾讯交易份额采用益普索数据 46%, 腾讯金融费用率及税率合计假设为 15%。)

理财、信贷大盘持续扩张, 微信交易生态建设有望进一步促进理财和信贷业务增长。

根据 CNNIC 数据, 2020 年 3 月互联网理财用户规模达 1.64 亿, 仍有较大渗透空间; 根据奥纬咨询数据, 预计 2020 年国内个人可投资资产可达 182 万亿元, 未来 5 年 CAGR 可达 10%。根据艾瑞咨询数据, 2020 年互联网消费信贷金额有望达到 13 万亿元, 未来 5 年 CAGR 可达 15%。2019 年, 公司理财通 AUM 规模已逾 9000 亿元, 微众银行信贷余额达 1630 亿元, 规模持续提升。同时随着微信交易生态的逐渐成熟, 一方面用户账户中的闲置现金可以作为理财资金提高理财业务 AUM, 另一方面小程序电商、小商店、生活服务、线下支付等业务形成消费闭环, 进一步促进消费贷款的规模提升。由于监管机构对互联网信贷、理财的监管力度逐渐提升, 腾讯在信贷和理财规模上料将保持相对保守的增速。

图 51: 国内个人可投资资产变化 (单位: 万亿元)



资料来源: 奥纬咨询 (含预测), 中信证券研究部

图 52: 2017-2019 年理财通 AUM 变化情况



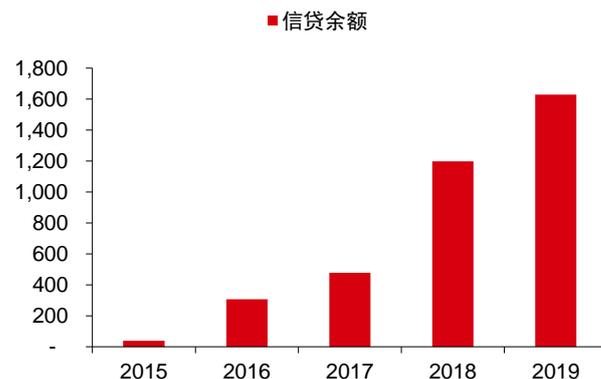
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 53: 国内互联网金融信贷规模及预测



资料来源: 艾瑞咨询 (含预测), 中信证券研究部

图 54: 2015-2019 年微众银行信贷余额变化 (单位: 亿元)

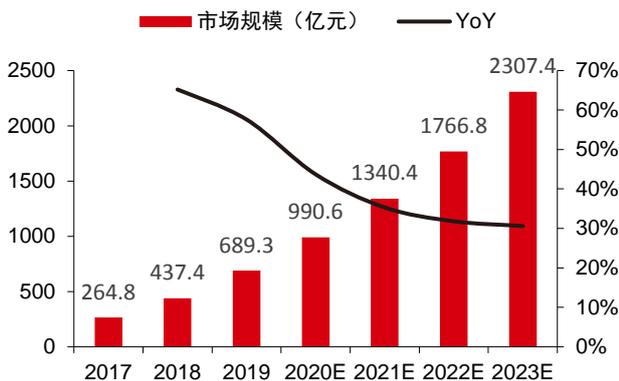


资料来源: 微众银行公告, 中信证券研究部

云与企业服务: 收入端有望保持高增速, 利润端长期有望得到改善

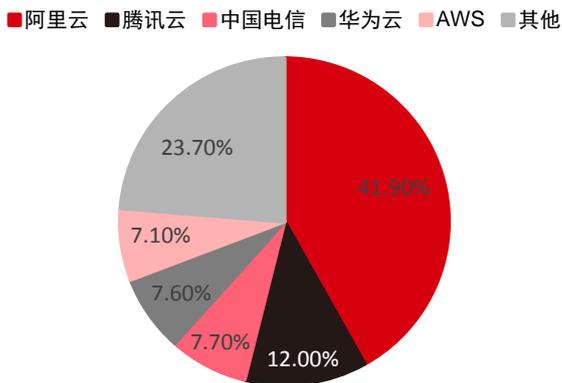
国内公有云市场规模预计维持高增速, 腾讯份额位居 Top2。根据中国信通院数据, 2020 年我国公有云市场规模达 990.6 亿元, 同时未来 3 年增速预计保持 30% 以上。根据 IDC 数据, 当前腾讯云在国内 IaaS+PaaS 领域份额达到 12%, 仅次于发力更早的阿里云。云计算领域存在头部集中效应, 根据 Canalys 数据, 2020Q3 海外云计算巨头亚马逊 AWS、微软 AZURE 和谷歌 GCP 的市场份额共计达到 58%, CR3 份额相比 2019Q3 提升 5%。参考海外市场结构, 我们认为当前腾讯已处于云计算行业第一梯队, 未来份额有望持续提升。

图 55: 中国公有云市场规模及增速



资料来源: 中国信通院 (含预测), 中信证券研究部

图 56: 2019 年国内 IaaS+PaaS 市场份额



资料来源: IDC, 中信证券研究部

现阶段腾讯保持高资本投入发力云基建, 中长期盈利能力有望随规模扩大持续改善。

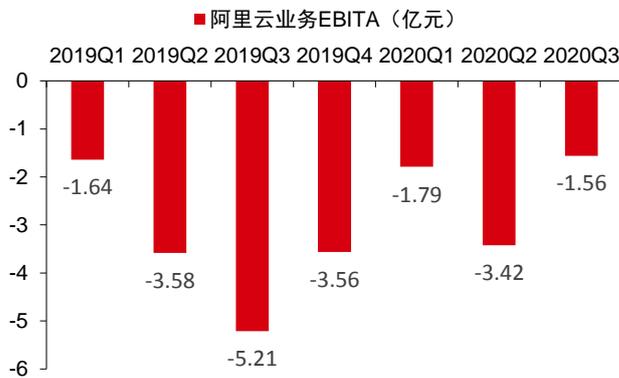
腾讯资本支出规模自 2019Q1 以来持续提升, 并且腾讯云与智慧产业事业群总裁汤道生在接受《光明日报》采访时提出腾讯未来五年拟投资 5000 亿元用于新基建项目布局, 重点投入 AI、区块链、云计算、IDC 及网络安全等技术研究。2019 年腾讯云可用区达到 54 个, 整体节点逾 2100 个, 可用区和节点数量与阿里云之间的差距逐渐缩小。2020Q3 阿里云 EBITA 亏损已经缩减至 1.56 亿元。我们认为, 未来随着云基建逐步建成带来的规模效应和软硬件端的技术优化, 以及一次性调整和疫情带来的影响逐渐消除, 腾讯云盈利能力有望持续得到改善。

图 57: 腾讯公司资本支出变化情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 58: 阿里云业务 EBITA 变化情况



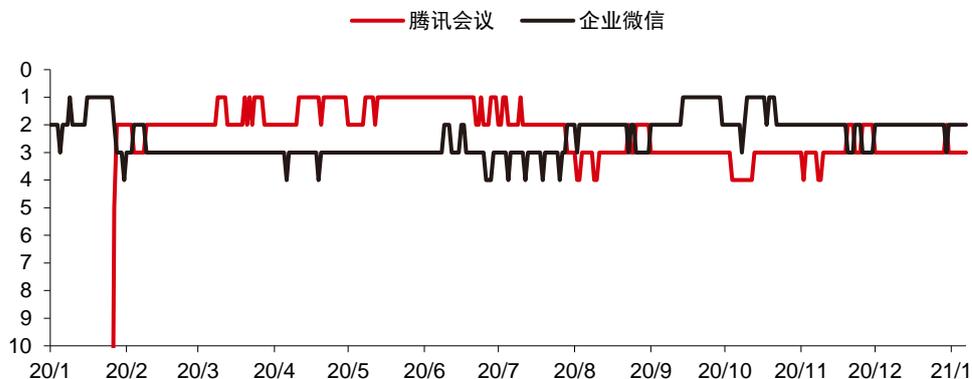
资料来源: 阿里巴巴公司公告, 中信证券研究部

腾讯发力拓展高毛利率的 PaaS 及 SaaS 业务, 云业务盈利能力有望持续提升。相比 PaaS 及 SaaS 业务, IaaS 业务毛利率偏低, 而当前阶段国内云计算市场 IaaS 业务占比比较高。因此, 腾讯持续加强 PaaS 及 SaaS 业务上的拓展:

(1) 在 SaaS 业务上, 企业微信和腾讯会议等 2B 业务持续拓展, 渗透率持续提升。其中企业微信 MAU 已突破 1.3 亿, DAU 突破 1300 万, 2020Q3 DAU 同比增速逾 100%; 能力方面, 企业微信对内开放一系列 OA 工具及第三方应用接口等提升企业效率, 对外则强化与微信直连互通的能力。腾讯会议长期保持国内 iOS 端商务类 App 下载量头名, 并实

现深度渗透金融、医疗、教育等领域。我们认为，腾讯云在 2B 业务未来仍有望保持强劲拓展。

图 59：腾讯会议、企业微信 iOS 商务类免费榜排名变化



资料来源：七麦数据，中信证券研究部

(2) 在 PaaS 业务上，腾讯通过“千帆计划”吸引 SaaS 合作伙伴建设云平台生态。腾讯已经联合金蝶、微盟等头部 SaaS 厂商打造 PaaS 平台，同时腾讯云市场当前已经引入数百家第三方 SaaS 软件提供商，未来有望在腾讯云平台打通内外部软件服务，为客户提供集云基础能力、企业微信、CRM、会议、文档、安全等能力的智能行业解决方案，助力广大企业数字化转型。

图 60：“千帆计划”构建云平台生态体系



资料来源：腾讯云官网

腾讯金融科技与企业服务业务营收测算

金融科技：我们预测 2021 年腾讯金融科技业务营收为 1266.91 亿元，YoY+22.1%：

(1) 支付业务：社交支付业务中，预计 2021 年提现收入可达 69.5 亿元，YoY+7.8%。商户支付业务中，预计 2021 年直连/代理/信用卡还款收入分别可达 750.8/252.7/52.7 亿元，YoY 分别+21.7%/+29.4%/+12.6%；备付金利息收入预计为 23.0 亿元。支付业务 2021 年合计营收预计可达 1148.7 亿元，YoY+21.7%。

(2) 理财业务：我们预计 2021 年理财通 AUM 可达 1.6 万亿元，YoY+23.1%；理财通费率预计为 0.25%；理财通收入预计可达 40.0 亿元，YoY+23.1%。

(3) 信贷业务：我们预计 2021 年微粒贷/微信分付余额分别为 3000/665 亿元，收入费率分别为 1.5%/5.0%，收入合计预计为 78.25 亿元，YoY+28.3%。

表 22：腾讯支付业务营收测算（单位：亿元）

支付业务	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
社交支付						
红包&转账	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
提现	56.4	59.0	64.5	69.5	75.7	81.0
商业支付						
直连	307.8	519.6	617.0	750.8	884.2	1101.4
代理	123.1	162.4	195.4	252.7	328.0	396.8
信用卡还款	30.8	42.6	46.7	52.7	60.1	67.5
备付金利息收入	65.0	0.0	20.0	23.0	26.5	30.4
合计营收	583.1	783.6	944.2	1148.7	1374.3	1677.1
YoY		34.4%	20.5%	21.7%	19.6%	22.0%

资料来源：公司公告，易观，中信证券研究部预测

表 23：腾讯理财业务营收测算

理财通业务	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
理财通 AUM (万亿)	0.6	1.0	1.3	1.6	1.9	2.1
YoY		66.7%	30.0%	23.1%	18.8%	13.0%
理财通费率	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.26%	0.26%
理财通收入 (亿元)	15.0	25.0	32.5	40.0	49.4	55.8
YoY		66.7%	30.0%	23.1%	23.5%	13.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 24：腾讯信贷业务收入测算（单位：亿元）

信贷业务	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
微粒贷余额	2000	2500	3000	3000	3000	3000
微信分付余额	0	0	320	665	1005	1255
微粒贷收入费率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
微信分付收入费率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
信贷业务收入合计	30	37.5	61	78.25	95.25	107.75
YoY		25.0%	62.7%	28.3%	21.7%	13.1%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

云与企业服务：我们预计 2021 年腾讯云市场份额占比可达 17.0%；2021 年腾讯云业务收入规模预计可达 305 亿元，YoY+44.3%。

表 25：腾讯云与企业服务业务营收测算（单位：亿元）

云与企业服务业务	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
国内企业 IT 支出规模	13,790	14,700	14,847	16,332	17,312	18,350
YoY		10.7%	6.6%	1.0%	10.0%	6.0%
国内企业云渗透率	4.00%	6.00%	8.80%	11.00%	14.00%	18.00%
国内云市场规模	493	835	1307	1797	2424	3303

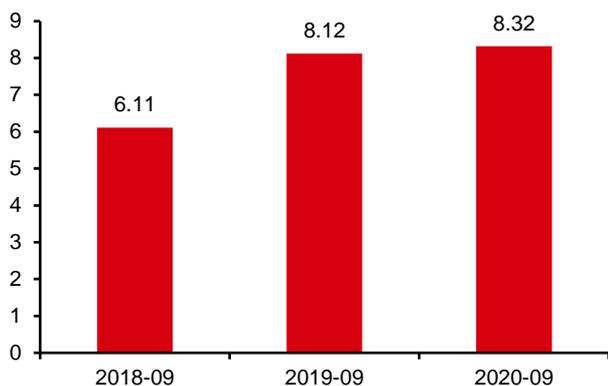
云与企业服务业务	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
YoY	89.0%	69.4%	56.5%	37.5%	34.9%	36.3%
腾讯云市场份额	0.7%	1.2%	16.2%	17.0%	18.0%	19.0%
腾讯云收入规模	91	170	212	305	436	628
YoY	127.5%	86.8%	24.5%	44.3%	42.8%	43.9%

资料来源: Gartner, 公司公告, 中信证券研究部预测

■ 微信生态圈持续拓展，视频号及小程序生态稳步推进

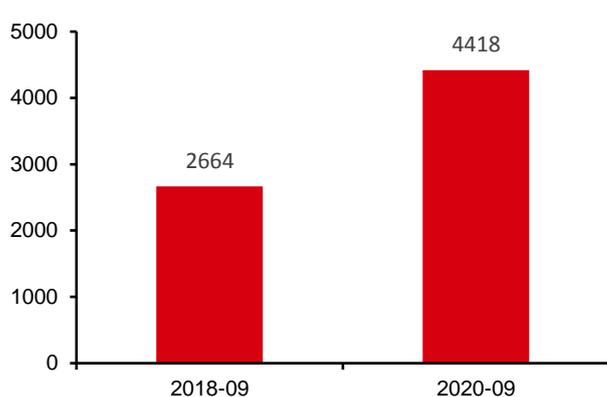
小程序及用户规模快速增长，服务生态体系逐步完善。根据 Questmobile 数据，2020 年 9 月小程序 MAU 已逾 8.3 亿，月人均使用时长和次数均有 30% 左右的同比增速。使用时长 MAU>10 万的小程序已达 4418 个，同比增长 32.9%。小程序已成为重要流量入口。同时，微信小程序已逐步形成了完善的服务生态体系，涵盖了生活服务、电商、办公商务、休闲娱乐等领域，在微信平台中以更加轻量化和便捷的形式满足用户在各行业的服务需求。

图 61: 小程序 MAU 规模 (单位: 亿)



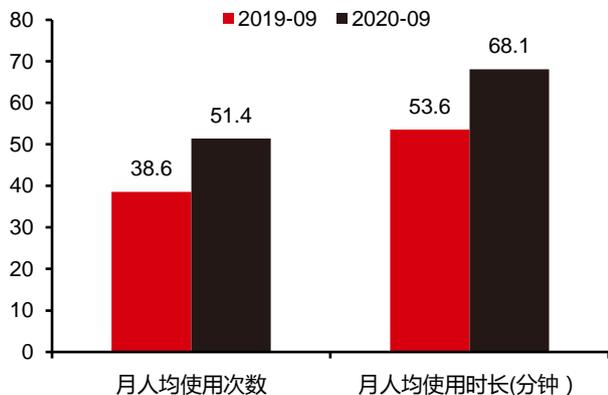
资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

图 62: 小程序数量规模 (MAU>10 万)



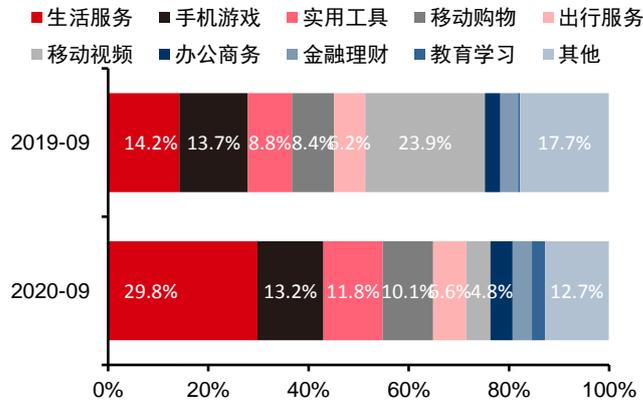
资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

图 63: 微信小程序使用时长及使用次数状况



资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

图 64: 微信小程序行业分类占比变化 (MAU>500 万的小程序数量)



资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

微信上线小商店功能，小程序的商业交易功能持续强化。微信小商店提供完整的购买能力和一键开店的经营能力，并支持直播带货、私域流量运营等模式。随着电商、直播、生活服务、支付等业务在微信平台实现闭环，微信小程序的商业交易功能将持续得到强化。小程序跳转能力提升（开放从小程序、App、H5 跳转至小程序的通路），同时微信体系内丰富的推广场景增强了小程序的引流能力。此外，依托电商开放解决方案，小程序提供标准化电商组件能力和第三方服务拓展，为中小商户数字化转型提供更加便利的条件。根据腾讯披露，2019 年小程序 GMV 已达 8000 亿元，截止 2020 年 8 月小程序商品交易 GMV 同比增速达 115%，我们认为 2020 年小程序 GMV 有望达到 16000 亿元。

图 65：微信平台内推广场景汇总



资料来源：微信公开课

图 66：五类典型商户小程序直播案例



资料来源：腾讯全球数字生态大会

图 67：腾讯小程序电商开放解决方案



资料来源：腾讯全球数字生态大会

视频号增长快速，完善了微信内容生态体系，提升微信用户粘性和使用时长。自 2020 年 2 月推广以来，视频号在四个月 after DAU 超 2 亿，随后视频号接入直播功能，并开放直播带货功能。内容创作端，视频号成为微信公众号体系的补充和延伸，吸引大量优质公众号作者于视频号平台创作和运营。同时，视频号将朋友圈、公众号、搜一搜、用户间分享以及小商店等渠道打通，影响力持续提升。近期微信对视频号的短视频和直播能力进一步升级，包括了：（1）视频号“热门”页改为“推荐”页并采用单列视频流模式；（2）增加两个视频号入口，一级入口“发现”页新增附近的直播和人以及个人名片新增个人视频号

入口；(3) 视频号直播开放连麦、打赏功能，并对应增加“微信豆”功能供用户充值打赏。视频号作为腾讯补齐了短视频领域的短板，并结合社交生态实现快速增长。

图 68: 微信视频号生态体系 (短视频、直播、KOL 生态)



资料来源: 微信视频号, 微信开放社区, 中信证券研究部

图 69: 微信视频号三个入口位置



资料来源: 微信、视频号“微信派”

图 70: 视频号直播新增打赏功能 (直播打赏界面及“微信豆”充值)



资料来源: 微信、视频号“微信派”

随着微信能力的持续拓展，未来微信的商业化变现途径料将不断拓宽。其中变现途径包括：(1) 小程序、视频号等广告位增量空间提升平台流量商业价值；(2) 小程序体系所产生的线上、线下交易所产生的支付手续费；(3) 微信小游戏通过游戏内购道具和广告变现；(4) 小程序相关第三方 SaaS 服务所产生的云业务收入；(5) 视频号直播打赏和“微信豆”充值所产生的手续费和分成等。

■ 风险因素

反垄断监管政策力度升级风险；

游戏、在线视频政策监管风险；

公司经典游戏和新游戏产品表现不及预期风险；

宏观经济增速下行导致在线广告市场萎缩风险；

新互联网产品&服务用户分流风险；

市场竞争持续加剧风险等。

■ 投资建议：增长逻辑良好，强劲增长可期

盈利预测

收入端：展望 2021 年，公司各业务线均有良好的增长逻辑，有望维持强劲增长趋势：

- ◆ **网络游戏：**预计公司国内及海外经典游戏流水维持稳定；今年及明年新上线游戏贡献收入增量；产品 Pipeline 丰富贡献长期增长动力。
- ◆ **社交网络：**腾讯视频 2021 年片单强大料将驱动付费率和 ARPPU 提升；斗鱼虎牙合并后社区价值有望迎来重塑；腾讯音乐得益于版权库丰富，在线音乐付费率有望稳步提升，同时探索新变现模式；阅文集团与腾讯影业合作落地有望带来长期业绩增长动力。
- ◆ **广告：**社交广告得益于广告主需求端和广告 eCPM 持续提升，同时 Adload 长期增长空间可期；媒体广告得益于腾讯视频 2021 年强大片单和媒体广告，基本面料将持续改善。
- ◆ **金融科技及企业服务：**金融科技业务上微信交易生态驱动支付+理财+信贷业务持续增长，但由于监管机构加强对于互联网信贷和理财等业务的监管，预计未来增速略有下滑；云和企业服务上基础设施持续发力，规模效益有望改善利润端水平，同时腾讯会议等 2B 应用端有望持续高速增长。

成本端：我们预计公司 2021 年增值服务/广告/金融科技及企业服务业务毛利率分别为 53.5%/51.0%/30.5%，基本保持稳定。

费用端：我们预计公司 2021 年销售/管理费用率分别为 6.7%/12.7%，基本保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021 年营收可达 5782.55 亿元，YoY+19.7%；GAAP 归母净利润达 1521.63 亿元，YoY+7.8%；Non-GAAP 归母净利润达 1479.90 亿元，YoY+18.6%；同时由于公司在 2020Q3 及 Q4 取得较为强劲的投资收益增长，我们上调公

司 2020/21/22 年净利润 (GAAP)、净利润 (Non-GAAP) 预测至 1412/1522/1793 亿元、1248/1480/1779 元 (原预测分别为 1361/1508/1772 亿元、1244/1460/1758 亿元)。

估值空间测算及投资建议

我们持续看好腾讯作为国内互联网巨头的成长性和盈利能力，因此我们采用分部估值法测算腾讯控股的潜在市值提升空间：(1) 针对游戏 (游戏+应用宝) 和广告业务，我们给予 2021 年 25X PE 估值；(2) 针对在线视频业务，我们通过单用户估值法估值，参考 2021 年 MAU 预测 5.0 亿和单用户市值 800 元 (参考芒果超媒/哔哩哔哩单用户市值 892/823 元)；(3) 针对阅文、虎牙、TME 等并表业务，我们参考各同行业公司市值水平；(4) 基于金融/云业务的高成长性，我们对标 Visa PS 估值中枢，给予腾讯金融业务 2021 年 15X PS；同时我们给予云业务 2021 年 10X PS 估值。考虑公司对外投资及控股公司折价后进行综合加总，我们测算出公司未来市值空间有望达到 64062 亿元。维持“买入”评级。

表 26：腾讯控股分部估值法估值测算潜在市值空间

业务	估值方式	估值 (亿元)	备注
增值业务	SOTP	28412	
游戏	PE	22611	21 年营收 (含应用宝) 2261.09 亿元，净利率 40%，25X PE
在线视频	单用户	4000	MAU 5.0 亿，单用户市值 800 元
阅文	市值	306	市值 548 亿元，腾讯股权占比 62%
虎牙	市值	165	市值 49 亿美元，腾讯股权占比 51%
TME	市值	1331	市值 360 亿美元，腾讯股权占比 56%
在线广告	PE	6362	21 年营收 1017.88 亿元，净利率 25%，25X PE
金融	PS	19004	21 年营收 1266.91 亿元，15X PS
云业务	PS	3054	21 年营收 305.41 亿元，10X PS
核心业务	SOTP	56832	
对外投资	市值	14349	
控股公司折价		7118	给予控股公司折价 10%
估值 (亿元)			64062
2021E PE (X)			42
目标价 (元)			668
目标价 (港币)			742

资料来源：Wind, Bloomberg, 公司公告, 中信证券研究部预测

■ 相关研究

- 腾讯控股 (00700.HK) 2020Q3 季报点评—业绩超预期, 看好腾讯中长期增长
(2020-11-13)
- 腾讯控股 (00700.HK) 重大事件跟踪点评—受反垄断政策料影响有限, 基本面保持稳定
(2020-11-11)
- 腾讯控股 (00700.HK) 跟踪点评—扰动因素减弱, 助力估值上行
(2020-10-28)
- 腾讯控股 (00700.HK) 深度跟踪报告—互联网业务行稳致远, 企业业务渐入佳境
(2020-10-19)
- 腾讯控股 (00700.HK) 系列报告 8—金融视角看腾讯: 中长期成长性重要支撑
(2020-09-24)
- 腾讯控股 (00700.HK) 跟踪报告—微信交易生态启航, 金融业务有望成为第二引擎
(2020-07-28)

利润表 (亿元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,126.94	3,772.89	4,831.99	5,782.55	6,825.73
成本	1,705.74	2,097.56	2,598.64	3,111.29	3,673.64
毛利	1,421.20	1,675.33	2,233.36	2,671.26	3,152.09
毛利率	45.5%	44.4%	46.2%	46.2%	46.2%
利息收入	45.69	63.14	71.49	64.81	70.20
其他收益净额	167.14	196.89	415.00	305.00	290.00
销售及市场开支	-242.33	-213.96	-345.09	-387.43	-443.67
销售及市场开支率	7.7%	5.7%	7.1%	6.7%	6.5%
一般及行政开支	-415.22	-534.46	-667.19	-734.38	-819.09
一般及行政开支率	13.3%	14.2%	13.8%	12.7%	12.0%
营业利润	976.48	1,186.94	1,707.57	1,919.25	2,249.53
营业利润率	31.2%	31.5%	35.3%	33.2%	33.0%
财务成本净额	-46.69	-76.13	-76.34	-135.20	-145.60
联营公司损益	14.87	-16.81	35.54	55.00	60.00
除税前利润	944.66	1,094.00	1,666.77	1,839.05	2,163.93
所得税开支	-144.82	-135.12	-246.43	-294.25	-324.59
所得税率	15.3%	12.4%	14.8%	16.0%	15.0%
净利润	799.84	958.88	1,420.34	1,544.80	1,839.34
少数股东损益	12.65	25.78	8.11	23.17	45.98
归母净利润	787.19	933.10	1,412.23	1,521.63	1,793.35
Non-GAAP 净利润	774.69	943.51	1,248.13	1,479.90	1,779.08

资产负债表 (亿元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及等价物	978.14	1,329.91	1,800.74	2,084.56	2,289.47
短期投资	696.57	548.47	535.00	548.00	564.00
应收款项合计	466.95	632.32	616.78	753.78	853.10
存货	3.24	7.18	2.60	6.22	7.35
其他流动资产	25.90	21.80	43.00	23.00	22.00
流动资产	2,170.80	2,539.68	2,998.12	3,415.56	3,735.92
固定资产净值	399.70	507.59	727.22	830.26	896.64
权益性投资	2,277.90	2,218.94	2,290.00	2,690.00	3,390.00
其他长期投资	1,415.03	2,313.35	3,049.00	3,721.00	4,393.00
商誉及无形资产	566.50	1,397.07	1,622.04	1,914.47	2,268.61
其他非流动资产	405.28	563.23	550.00	600.00	650.00
非流动资产	5,064.41	7,000.18	8,238.26	9,755.73	11,598.24
资产总计	7,235.21	9,539.86	11,236.38	13,171.29	15,334.17
应付账款及票据	874.55	912.24	1,039.45	1,244.52	1,469.46
短期借贷	268.34	226.95	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	881.46	1,262.37	1,210.00	1,265.00	1,320.00
流动负债	2,024.35	2,401.56	2,249.45	2,509.52	2,789.46
长期借贷	1,387.35	1,875.84	2,500.00	2,700.00	2,900.00
其他非流动负债	261.44	374.22	350.00	360.00	370.00
非流动负债	1,648.79	2,250.06	2,850.00	3,060.00	3,270.00
负债总计	3,673.14	4,651.62	5,099.45	5,569.52	6,059.46
储备	3,235.10	4,327.06	5,567.63	7,009.31	8,636.27
少数股东权益	326.97	561.18	569.29	592.46	638.45
权益总计	3,562.07	4,888.24	6,136.92	7,601.78	9,274.71
负债及所有者权益总计	7,235.21	9,539.86	11,236.38	13,171.29	15,334.17

现金流量表 (亿元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	787.19	933.10	1,420.34	1,544.80	1,839.34
折旧与摊销	342.48	446.73	475.40	814.52	1,089.49
营运资本变动	48.96	153.30	147.33	64.44	124.49
其他非现金调整	-114.20	-47.23	-73.57	75.00	56.00
经营现金流量净额	1,064.43	1,485.90	1,969.51	2,498.77	3,109.32
资本性支出	-540.61	-569.88	-920.00	-1,210.00	-1,510.00
投资净变化	-1,006.37	-666.58	-793.48	-1,122.00	-1,422.00
其他投资现金流量	27.52	74.72	-10.75	-3.00	-6.00
投资现金流量净额	-1,519.13	-1,161.70	-1,724.23	-2,335.00	-2,938.00
长期借款净增加	349.24	242.44	624.16	200.00	200.00
发行与回购股份	-2.58	-7.74	5.42	5.00	5.00
支付的股利	-67.76	-83.15	-127.10	-136.95	-161.40
其他筹资的现金流	45.72	-98.00	-59.98	41.00	-22.00
短期借款净增加	29.18	-36.83	-226.95	-	-
筹资现金流量净额	353.80	16.72	215.55	109.05	21.60
汇率变动影响	22.07	10.85	10.00	11.00	12.00

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	31.52%	20.66%	28.07%	19.67%	18.04%
营业利润增长率	7.09%	21.55%	43.86%	12.40%	17.21%
净利润增长率	10.08%	18.54%	51.35%	7.75%	17.86%
毛利率	45.45%	44.40%	46.22%	46.20%	46.18%
EBITDA Margin	40.79%	38.14%	42.59%	43.15%	44.86%
净利率	25.17%	24.73%	29.23%	26.31%	26.27%
净资产收益率	24.33%	21.56%	25.37%	21.71%	20.77%
总资产收益率	10.88%	9.78%	12.57%	11.55%	11.70%
资产负债率	50.77%	48.76%	45.38%	42.29%	39.52%
所得税率	15.33%	12.35%	14.78%	16.00%	15.00%
股利支付率	8.61%	8.91%	8.95%	8.87%	8.78%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。