

腾讯 (700.HK)

证券研究报告

2020年11月28日

游戏强劲，金融稳健，微信生态发展提速

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

周奕纯 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070005
zhouyichun@tfzq.com

腾讯三季度业绩超预期，收入和经调整净利润分别超预期 1.3%和 1.7%。 3Q20 腾讯实现总收入 1,254 亿元，同比增长 29.0%，环比增长 9.2%，超出市场一致预期 1.3%。其中，1) 游戏收入为 508 亿元，同比增长 41.9%，环比增长 8.3%，手游收入同比增长 61.2%至 392 亿元，端游收入同比增长 1.1%至 116 亿元；2) 广告收入为 214 亿元，同比增长 16.3%，环比增长 15.1%，媒体广告收入同比减少 1.4%至 36 亿元，社交及其他广告收入同比增长 20.6%至 178 亿元；3) 金融科技及企业服务收入为 333 亿元，同比增长 24.3%，环比增长 11.4%，主要受益于商业支付及理财收入增长，同时云等企业服务收入增长放缓。本季度经调整归母净利润为 323 亿元，同比增长 32.3%，环比增长 7.1%，超出市场预期 1.7%。

手游继续强劲增长，全球化与重磅新游打开未来空间。 本季度国内核心手游表现稳健，《王者荣耀》与《和平精英》稳居 iOS 中国畅销榜 Top2，基于我们的统计，3Q20 腾讯平均有 6 款游戏进入畅销榜 Top20，其中 3 款进入 Top10，近期上线的《天涯明月刀》表现亮眼，目前稳居畅销榜 Top5。出海已成为腾讯游戏的重要增长引擎，本季度海外游戏业务继续快速增长，海外收入贡献接近 23%，《PUBG Mobile》稳居中国手游出海收入第一。近期《英雄联盟手游》在海外部分地区公测，全球不同地区将陆续开放，有望帮助腾讯进一步提升海外市场份额。展望未来，腾讯的游戏产品线储备丰富，包括《使命召唤手游》国服（定档今年 12 月上线）、《地下城与勇士手游》、《王者荣耀》IP 新游《代号：启程》与《代号：破晓》等。

微信小程序经济圈加速发展，视频号有望再造生态。 微信社交流量护城河稳固，基于 12 亿 MAU 的庞大用户池稳居中国互联网第一大用户平台，并占据移动互联网约 20%的用户时长。今年疫情冲击线下商业的同时，也促使用户行为与商家经营进一步向线上化转型，而小程序成为数字化经营的重要载体与工具，帮助商家在微信生态内实现私域流量运营与商业闭环。2020 年 1-8 月小程序商品交易 GMV 同比增长 115%，品牌商家自营小程序 GMV 同比增长 210%。微信视频号进入快速迭代阶段，根据管理层 6 月披露的数据，视频号 DAU 已达 2 亿。视频号为微信生态补足了短内容的缺位，并在私域流量的基础上开放公域流量，使内容分发打破熟人封闭式社交圈，引入更丰富的流量场景，基于微信流量池、社交关系链及丰富的生态能力有望打造差异化的短视频生态。

腾讯金融科技生态稳步增长，围绕 8 亿支付用户拓展全场景。 基于微信和 QQ 两大用户平台，腾讯以 8 亿支付用户为基础，连接人与金融服务，涵盖财富管理、消费信贷、保险服务、证券投资及个人征信等，构建起全场景覆盖的金融科技服务生态。本季度商业支付业务快速增长，驱动总支付金额同比增长超 30%，理财平台用户数同比增长超 50%。短期来看，金融科技业务增长主要来自移动支付对线下场景的进一步渗透以及受益微信商业交易生态增长。财富管理、消费信贷是中长期增长点，目前理财通资产管理规模超 1 万亿元，用户数超 2 亿，在腾讯支付用户渗透率仍有提升空间；微粒贷依托腾讯社交流量快速增长，截至 2019 年末累计放贷超 3.7 万亿元；即将上线消费贷产品“分付”重点挖掘长尾用户日常高频小额消费需求。

投资建议：我们预计腾讯 2020-2022 年收入为 4,813 亿元/5,941 亿元/7,116 亿元，同比增长 28%/23%/20%，Non-IFRS 归母净利润为 1,238 亿元/1,567 亿元/1,912 亿元，同比增长 31%/27%/22%，公司当前市值对应 2021-2022 年 PE 分别为 30x 和 25x。考虑短期游戏提供业绩支撑，全球化与重磅产品打开增长空间，金融科技、广告中台化、微信生态商业化提供中长期增长驱动力，云等企业服务挖掘产业互联网长期价值，结合参考可比公司的估值情况，我们给予腾讯 2022 年 PE 30x，对应目标价 705 港元，买入评级。

风险提示：活跃用户下滑，核心手游流水下滑，新游戏上线进度不及预期，海外游戏业务拓展不及预期，微信用户时长份额下滑，微信商业化不及预期，视频号发展不及预期，金融科技业务变现进展不及预期，云服务恢复不及预期，监管风险，宏观经济恢复不及预期，行业竞争加剧，汇率风险

内容目录

1. 核心观点	4
1.1. 游戏：手游继续强劲增长，全球化与重磅新游打开未来空间	4
1.2. 微信生态：小程序经济圈加速发展，视频号有望再造生态	10
1.3. 广告：广告增速回升，中台化释放中长期增长潜力	13
1.4. 腾讯金融：金融科技生态稳步增长，围绕 8 亿支付用户拓展全场景	16
2. 财务及运营数据	19
2.1. 财务数据分析	19
2.2. 核心运营数据	28
3. 投资建议	30

图表目录

图 1：腾讯游戏收入及手游收入同比增速（1Q17A-3Q20A）	4
图 2：腾讯递延收入、同比增速及占 TTM 游戏收入比例（1Q16A-3Q20A）	4
图 3：腾讯和网易-中国手游 CR2 市场份额（1Q15A-3Q20A）	5
图 4：腾讯手游季度发行数量趋势（iOS，1Q15A-4Q20QTD）	5
图 5：腾讯和网易-中国 iOS 游戏畅销榜 Top20 数量占比（2019 年 1 月-2020 年 10 月）	6
图 6：腾讯核心手游在中国 iOS 游戏畅销榜 Top20 排名（2019 年 1 月-2020 年 10 月）	6
图 7：《天涯明月刀》上市首周收入与其他热门手游对比（iOS 中国）	7
图 8：中国头部出海厂商收入排名（iOS & Google Play，2018 年 4 月-2020 年 9 月）	7
图 9：中国手游出海收入 Top 30 腾讯产品排名趋势（iOS & Google Play，2018 年 1 月-2020 年 9 月）	8
图 10：《PUBG Mobile》月流水（2018 年 4 月-2020 年 9 月）	8
图 11：腾讯游戏 pipeline 梳理	9
图 12：微信 MAU 和人均单日使用时长（2015 年 1 月-2020 年 9 月）	10
图 13：微信小程序 DAU 及用户渗透率（4Q17A-1Q20A）	10
图 14：微信 Top100 小程序行业领域分布变化（2017 年 12 月-2020 年 9 月）	11
图 15：微信小程序、支付宝小程序、百度智能小程序 MAU>100 万的小程序行业分布占比（2020 年 9 月）	11
图 16：微信复工大数据：小程序新发布数量 Top10 行业（2020 年 3 月）	11
图 17：微信视频号与抖音、快手的产品界面对比	12
图 18：腾讯总体广告、媒体广告和社交及其他广告收入同比增速（1Q18A-3Q20A）	13
图 19：腾讯视频、爱奇艺、优酷视频、芒果 TV 的 DAU 对比（2015 年 1 月-2020 年 9 月）	13
图 20：腾讯视频、爱奇艺、优酷视频、芒果 TV 的用户总使用时长对比（2015 年 1 月-2020 年 9 月）	14
图 21：腾讯广告投放管理平台	14
图 22：腾讯广告投放覆盖腾讯生态全流量	15
图 23：中国互联网广告行业格局：腾讯、阿里、百度、字节跳动（2013A-2019A；1H20A）	15
图 24：腾讯金融科技业务版图及核心数据情况	16

图 25: 全球支付平台对比: 腾讯支付、支付宝、银联云闪付、PayPal、VISA	17
图 26: 腾讯支付用户规模及在微信用户渗透率 (4Q14A-2Q18A)	17
图 27: 腾讯理财通资产管理规模 (1Q14A-4Q19A)	17
图 28: 微信支付改版后界面	18
图 29: 腾讯总收入及同比增速 (1Q16A-3Q20A)	19
图 30: 腾讯收入分业务结构 (1Q18A-3Q20A)	19
图 31: 腾讯社交网络收入及同比增速 (1Q16A-3Q20A)	20
图 32: 腾讯网络游戏收入及同比增速 (1Q16A-3Q20A)	20
图 33: 腾讯游戏收入结构 (1Q16A-3Q20A)	21
图 34: 腾讯手游收入及同比增速 (1Q15A-3Q20A)	21
图 35: 腾讯端游收入及同比增速 (1Q16A-3Q20A)	21
图 36: 腾讯广告收入及同比增速 (1Q16A-3Q20A)	22
图 37: 腾讯广告业务收入结构 (1Q17A-3Q20A)	22
图 38: 腾讯金融科技和企业服务收入及同比增速 (1Q18A-3Q20A)	23
图 39: 腾讯毛利润、同比增速及毛利率 (1Q16A-3Q20A)	24
图 40: 腾讯总体毛利率及分业务毛利率 (1Q16A-3Q20A)	24
图 41: 腾讯销售及市场推广费用、同比增速及 S&M 费用率 (1Q16A-3Q20A)	25
图 42: 腾讯一般及行政费用、同比增速及 G&A 费用率 (1Q16A-3Q20A)	25
图 43: 腾讯运营利润及运营利润率 (1Q16A-3Q20A)	25
图 44: 腾讯经调整归属股东净利润、同比增速及经调整净利率 (1Q16A-3Q20A)	26
图 45: 腾讯递延收入、同比增速及占 TTM 游戏收入比例 (1Q16A-3Q20A)	26
图 46: 腾讯业绩与一致预期对比表 (3Q20)	27
图 47: 微信及 WeChat 合并 MAU (1Q14A-3Q20A)	28
图 48: 腾讯增值服务付费用户规模 (1Q14A-3Q20A)	28
图 49: 腾讯视频与爱奇艺付费用户数对比 (1Q17A-3Q20A)	29
图 50: 腾讯盈利预测 (2019A-2022E)	30
图 51: 可比公司估值对比表 (基于彭博一致预期)	30

1. 核心观点

1.1. 游戏：手游继续强劲增长，全球化与重磅新游打开未来空间

受益于较强的递延收入及手游表现，三季度腾讯游戏收入继续强劲增长。3Q20 腾讯游戏收入达到 RMB508 亿元，同比增长 41.9%，增速连续 6 个季度提升，为 4Q17 以来最高，环比增长 8.3%。其中，手游收入同比增长 61.2%至 RMB392 亿元，环比增长 8.9%，我们估计 3Q20 腾讯占国内手游市场的份额约为 58%；端游收入为 RMB116 亿元，同比增长 1.1%，为 2018 年以来首次实现正增长，环比增长 6.6%，主要受益于《英雄联盟》、《穿越火线》及《Valorant》等表现强劲。截至 3Q20 末，递延收入为 RMB864 亿元，同比增加 58.7%，较上季度末减少 2.0%，为未来游戏收入增长提供较好的支撑。

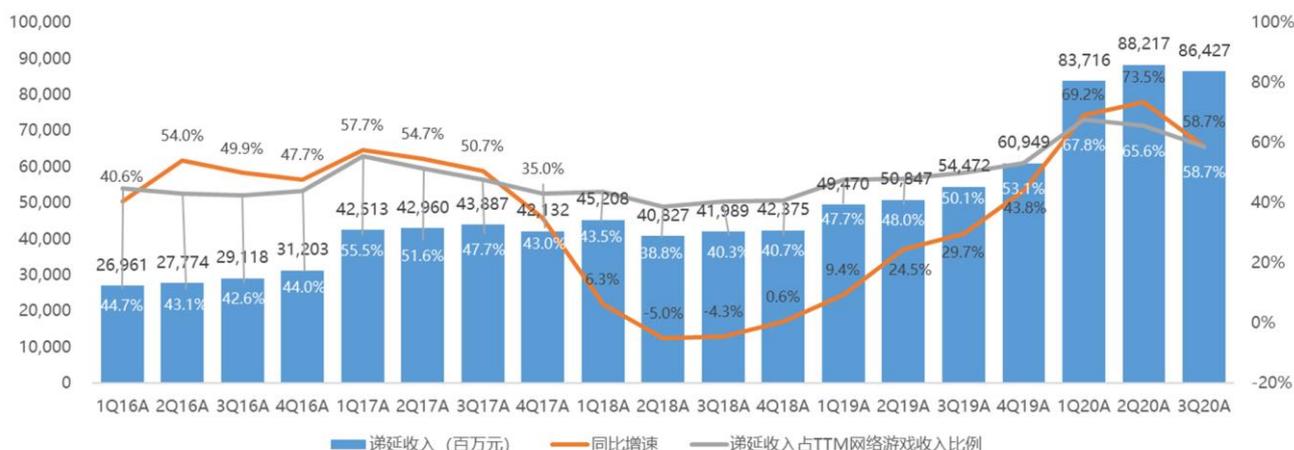
图 1：腾讯游戏收入及手游收入同比增速（1Q17A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

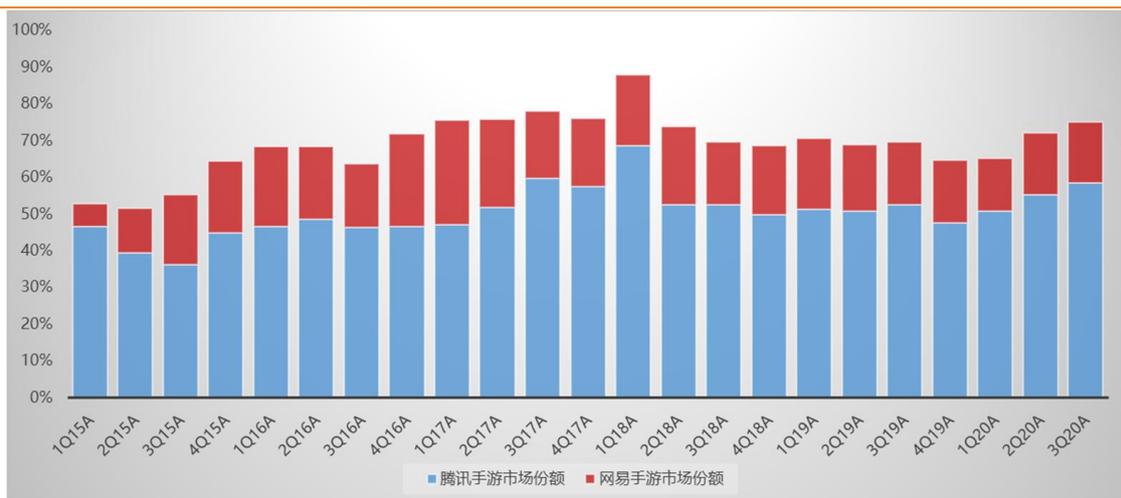
注：包括社交网络业务部分。

图 2：腾讯递延收入、同比增速及占 TTM 游戏收入比例（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：腾讯和网易-中国手游 CR2 市场份额（1Q15A-3Q20A）



资料来源：公司公告，中国音数协游戏工委，伽马数据，天风证券研究所

注：腾讯和网易数据均自 1Q18 起剔除海外业务部分，部分季度为我们估计值。

图 4：腾讯手游季度发行数量趋势（iOS，1Q15A-4Q20QTD）

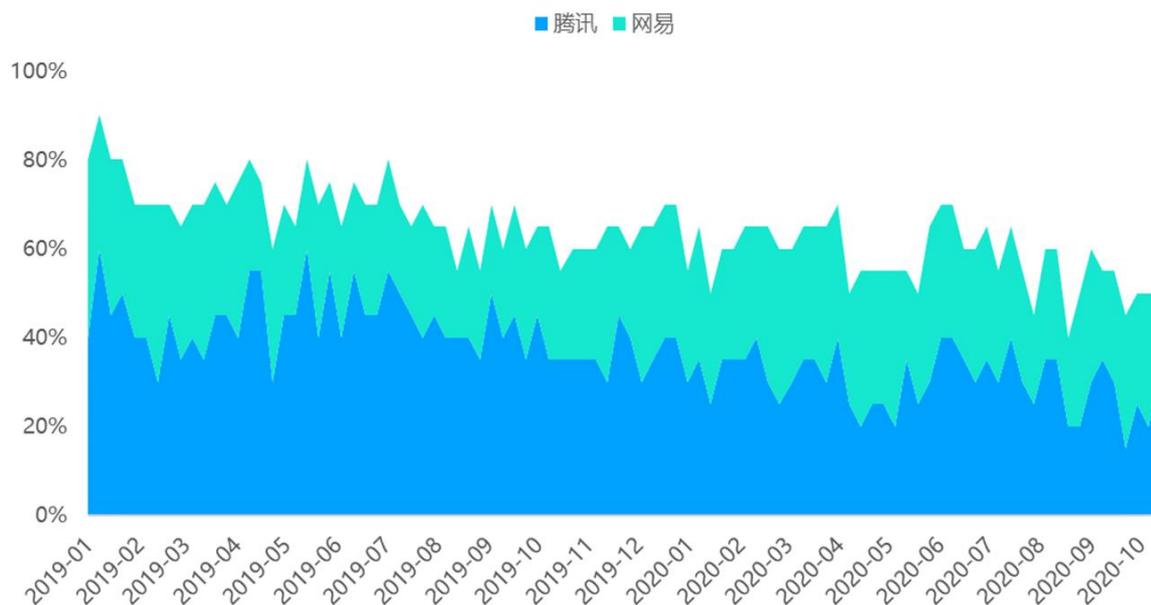


资料来源：App Annie（2020 年 10 月），天风证券研究所

国内核心手游稳健，近期上线新游表现亮眼。根据 App Annie 的月度 App 排行榜，本季度《王者荣耀》与《和平精英》继续稳居 iOS 中国游戏收入榜 Top2，《王者荣耀》上线五年仍维持强劲的生命力，根据公司公告，2020 年前十个月《王者荣耀》平均 DAU 超过 1 亿，成为全球首个 DAU 日均“亿”量级的游戏产品。基于我们对 iOS 中国畅销榜 Top20 手游的统计，3Q20 腾讯平均约有 6 款游戏进入畅销榜 Top20，其中约 3 款进入 Top10。

近期腾讯多款重点手游相继上线，有望驱动四季度流水进一步提升。其中，《天涯明月刀》于 10 月 16 日上线后多日位居 iOS 中国手游下载榜和畅销榜第一，Sensor Tower 预估其首周 iOS 收入达到近 5,000 万美元，打破此前《完美世界》手游创下的记录，根据 App Annie，《天涯明月刀》位居 10 月 iOS 中国游戏畅销榜第四，目前仍稳居 Top5。

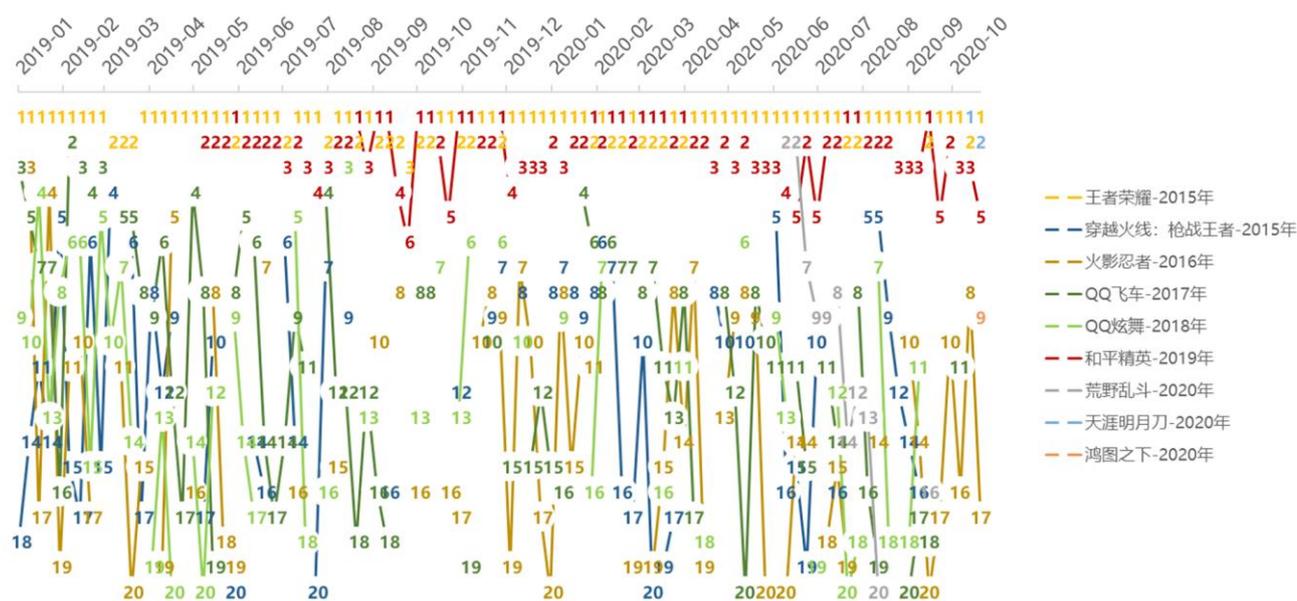
图 5：腾讯和网易-中国 iOS 游戏畅销榜 Top20 数量占比（2019 年 1 月-2020 年 10 月）



资料来源：App Annie，天风证券研究所

注：根据每周日排行榜梳理。

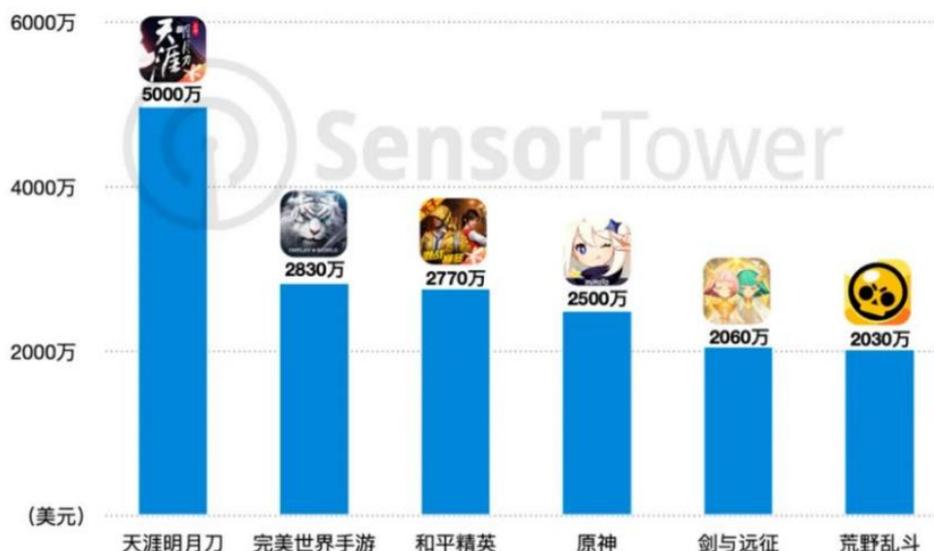
图 6：腾讯核心手游在中国 iOS 游戏畅销榜 Top20 排名（2019 年 1 月-2020 年 10 月）



资料来源：App Annie，天风证券研究所

注：根据每周日排行榜梳理。

图 7:《天涯明月刀》上市首周收入与其他热门手游对比 (iOS 中国)

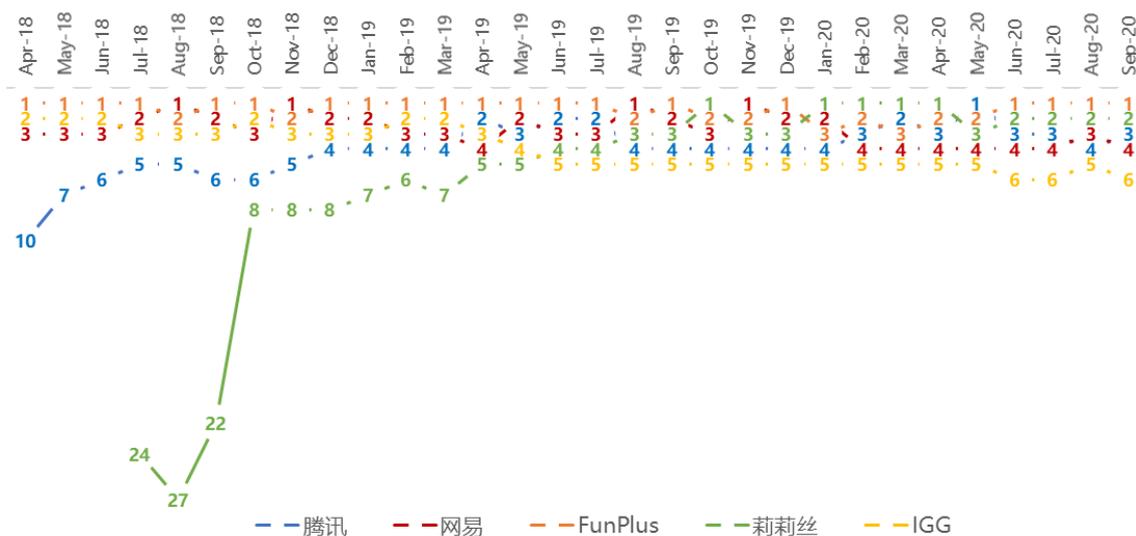


资料来源: Sensor Tower, 天风证券研究所

出海已成为腾讯游戏的重要增长引擎,目前海外收入贡献接近 23%。受益于《PUBG Mobile》的持续强劲表现以及同比新增并表 Supercell, 本季度海外游戏业务继续快速增长, 根据管理层在业绩会披露, 3Q20 腾讯海外游戏收入占比接近 4Q19 的 23%。根据 Sensor Tower, 3Q20《PUBG Mobile》稳居中国手游出海收入第一, 而《使命召唤手游》位居 Top8。此外, 重磅产品《英雄联盟手游》于 10 月 27 日在海外部分地区公测, 全球不同地区将陆续开放, 我们认为《英雄联盟手游》将重点面向海外市场, 有望基于 IP 的全球影响力帮助腾讯进一步打开海外业务空间。

目前腾讯已与 Riot Games、Supercell、Epic Games、Activision Blizzard、Ubisoft、任天堂等超过 150 家全球领先的海外厂商达成投资或合作(包括全球 Top10 游戏公司中的 8 家), 拥有超过 140 款自研和代理游戏, 覆盖来自全球 200 余个国家和地区的超过 8 亿玩家。基于 Newzoo 的报告数据计算, 2019 年腾讯占全球游戏市场的份额约为 14%, 占全球手游市场份额约 20%, 在全球游戏玩家的渗透率约为 31%。面向全球 27 亿游戏玩家、近 1,600 亿美元游戏市场规模, 我们看好腾讯通过与领先厂商合作、头部 IP 开发等方式继续提高全球市场份额, 长期来看海外游戏收入贡献有望比肩国内。

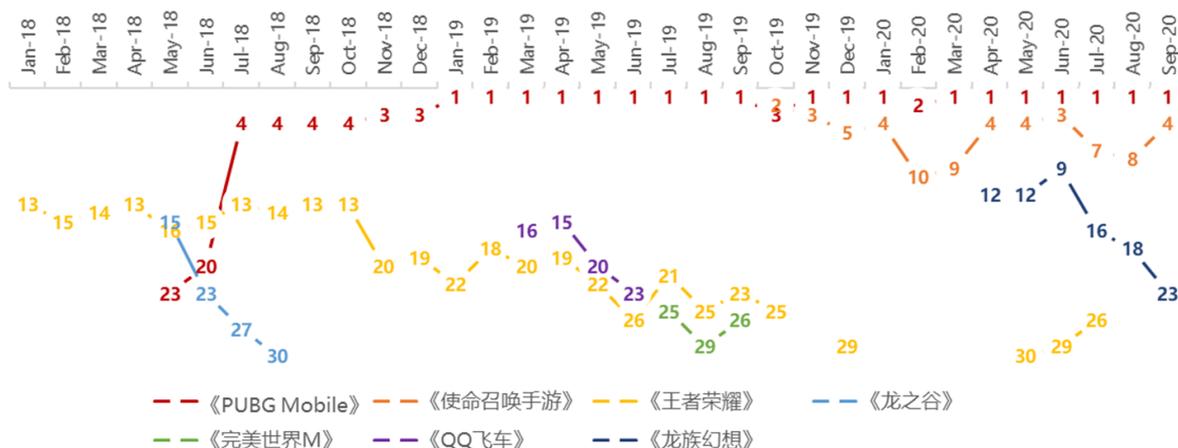
图 8: 中国头部出海厂商收入排名 (iOS & Google Play, 2018 年 4 月-2020 年 9 月)



资料来源: App Annie, 天风证券研究所

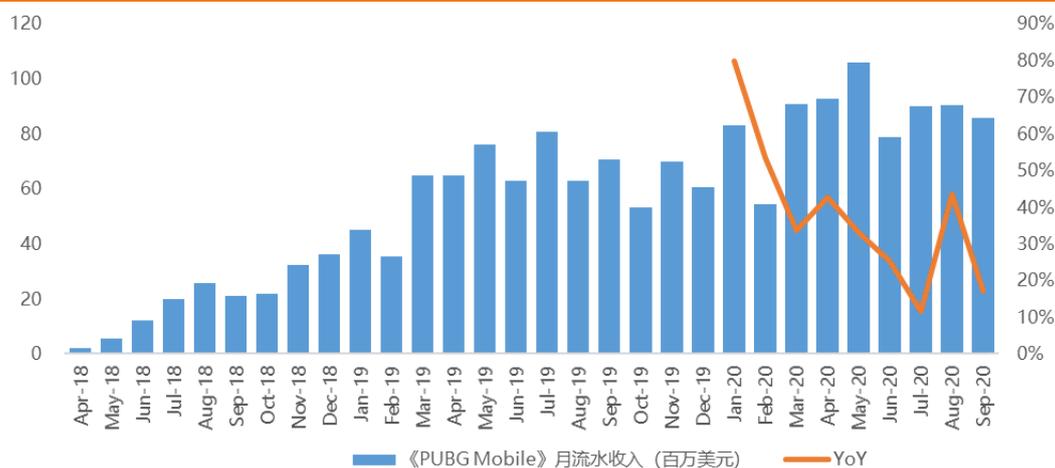
注: 不包括中国公司的海外收购公司以及通过海外代理发行的收入; 出海是指中国内地以外的市场; App Annie 将《使命召唤手游》记在动视暴雪开发者账户。

图 9: 中国手游出海收入 Top 30 腾讯产品排名趋势 (iOS & Google Play, 2018 年 1 月-2020 年 9 月)



资料来源: Sensor Tower, 天风证券研究所

图 10: 《PUBG Mobile》月流水 (2018 年 4 月-2020 年 9 月)



资料来源: Sensor Tower, 天风证券研究所

腾讯后续游戏产品线储备丰富。《使命召唤手游》国服近日宣布定档今年 12 月上线, 目前全网预约用户数已突破 5,000 万; 《英雄联盟手游》10 月 27 日于韩国、日本、菲律宾、新加坡、马来西亚、印度尼西亚和泰国等地区公测, 12 月将在越南、大洋洲、中国台湾、欧洲、土耳其、俄罗斯和独联体, 中东和北非等市场上线, 2021 年春季将在美洲地区开放; 腾讯与宝可梦公司联合开发的 MOBA 游戏《宝可梦大集结》10 月开启首次内测。

此外, 《王者荣耀》五周年庆典发布了两款王者 IP 新游《代号: 启程》与《代号: 破晓》, 基于“新文创”战略, 《王者荣耀》围绕 IP 打造多品类的游戏矩阵以及涵盖电竞、电视剧、动画、综艺、虚拟偶像等多元化内容生态, 从游戏 IP 向文化 IP 升级, 持续拓展游戏的边界, 进一步加强 IP 的影响力与生命力。

图 11: 腾讯游戏 pipeline 梳理

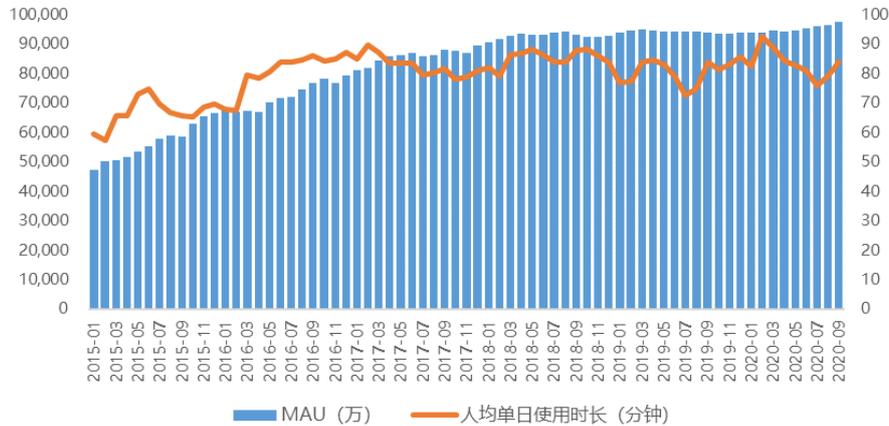
序号	游戏名称	手/端/主机	游戏类型	自研/代理	上线进度	TapTap评分	版本号
1	地下城与勇士手游	手游	2D横版ARPG	代理	2019年12月30日正式开启预约; 原定2020年8月12日上线 (延期)	1.6	Y
2	使命召唤手游	手游	FPS	联合研发	2019年10月海外上线; 国服定档2020年12月上线	8.8	Y
3	英雄联盟手游	手游+主机	MOBA	自研	2020年10月27日在海外部分地区公测, 全球不同地区陆续开放	9.6	N
4	英雄联盟电竞经理	手游	卡牌	自研	已开放预约	8.3	N
5	宝可梦大集结	手游+Switch	MOBA	联合研发	2020年6月24日发布; 2020年10月22日开启首次内测	n.a.	N
6	街霸: 对决	手游	动作卡牌	代理	定档2020年11月26日上线	7.2	Y
7	秦时明月世界	手游	3DMMORPG	自研	2020年11月3日开启终极测试, 计划年内上线	8.5	Y
8	光与夜之恋	手游	模拟经营恋爱	自研	2020年8月21日开启限量删档付费测试	8.6	Y
9	俄罗斯方块环游记	手游(APP+H5)	休闲益智	代理	2020年11月3日开启安卓删档计费测试 (上线前最后一次大型测试)	9.0	Y
10	全民奇迹2	手游	MMORPG	代理	2020年9月16日开启限量删档测试	3.4	Y
11	征服与霸业	手游	SLG	独家代理	计划2020年内不删档上线	9.7	Y
12	荣耀三国	手游	SLG	独家代理	2020年10月27日开启iOS/安卓双端测试	9.0	N
13	真·三国无双 霸	手游	ARPG	代理	2020年10月27日开启技术测试	8.8	N
14	梦想新大陆	手游	RPG	代理	2020年10月15日开启寻梦测试	9.1	Y
15	庆余年	手游	MMORPG	独家代理	2020年7月24日开启限量测试	9.3	Y
16	从前有座灵剑山手游	手游	MMORPG	代理	已开放预约	9.0	N
17	代号三国	手游	融合策略卡牌	代理	已开放预约	9.3	N
18	诺亚之心	手游	MMORPG	代理	已开放预约	8.3	N
19	小森生活	手游	模拟经营	代理	2020年10月29日开启安卓删档限号测试; 预计2020年Q4上线	8.4	Y
20	胡桃日记	手游	二次元模拟经营	代理	已开放预约	9.3	Y
21	健康保卫战	手游	功能游戏/休闲塔防	自研	2020年暑期删档测试	9.6	N
22	比特大爆炸	手游	3D飞行射击	独家代理	2020年9月10日开启新一轮测试	8.4	Y
23	我的侠客	手游	沙盒RPG	独家代理	2020年11月4日上线	8.7	Y
24	金属对决	手游	机甲格斗	自研	2020年3月24日开启安卓限量测试	9.1	N
25	格莉斯的旅程	手游	冒险解谜	代理	已开放预约	9.8	N
26	大主宰: 大千世界	手游	MMORPG	自研	已开启首测招募	n.a.	N
27	合金弹头 代号: J (待定)	手游	射击	自研	n.a.	n.a.	n.a.
28	卧龙吟2	手游	SLG	代理	n.a.	n.a.	Y
29	石器时代	手游	MMORPG	代理	iOS已上线	4.3	N
30	天堂II: 革命	手游	MMORPG	代理	n.a.	5.9	N
31	极品飞车OL手机版	手游	竞速	代理	n.a.	n.a.	Y
32	愤怒的小鸟: 梦幻岛	手游	消除	代理	n.a.	6.0	Y
33	中国式家长	手游	模拟养成	代理	2020年9月25日开启安卓删档测试	6.6	N
34	星露谷物语	手游	模拟经营	代理	已开放预约	4.4	N
35	尖塔奇兵	手游	DBG卡牌	代理	已开放预约	8.8	N
36	迷失之地乱斗	手游	物理弹射对战	代理	2020年10月22日开启安卓限量删档不计费测试	5.9	N
37	传奇天下	手游	MMO	代理	已开放预约	6.4	Y
38	黎明觉醒	手游	FPS	自研	2020年9月16日开启曙光测试	7.9	Y
39	妄想山海	手游	MMO	代理	2020年8月26日开启安卓限号测试	8.6	Y
40	奇门之上	手游	Roguelike动作	代理	2020年10月30日开启新一轮测试	8.9	Y
41	砖块迷宫建造者	手游	沙盒	代理	2020年11月12日上线	9.6	Y
42	毛线先生	手游	冒险解谜	代理	已开放预约	9.5	N
43	文明火种	手游	策略	代理	已开放预约	8.6	Y
44	银之守墓人: 对决	手游	二次元卡牌策略RPG	代理	已开放预约	7.9	Y
45	极地危机	手游	生存冒险	代理	已开放预约	9.6	N
46	洛菲斯的呼唤	手游	Roguelike卡牌	代理	已开放预约	8.8	N
47	奇奥英雄传	手游	卡牌	代理	已开放预约	9.5	Y
48	北方绝境	手游	塔防	代理	已开放预约	9.1	N
49	奇喵的画家	手游	消除	代理	已开放预约	9.8	N
50	小小梦星球	手游	冒险解谜	代理	已开放预约	9.7	N
51	风暴岛	手游	非对称竞技社交	代理	2020年11月17日上线	8.0	Y
52	暗夜破晓: 契约	手游	RPG	独家代理	2020年10月9日开启测试	4.0	Y
53	数码宝贝: 新世纪	手游	卡牌	代理	已开放预约	8.2	N
54	妖精的尾巴力量觉醒	手游	卡牌	代理	2020年9月15日开启删档测试	8.7	Y
55	火源计划	端游	FPS	代理	n.a.	n.a.	Y
56	虚幻争霸	端游	MOBA	代理	n.a.	n.a.	N
57	百变球球	端游	动作射击	代理	n.a.	n.a.	Y
58	堡垒之夜	端游	FPS	代理	n.a.	n.a.	N
59	生存王者	端游	FPS	代理	n.a.	n.a.	N
60	绝地求生	端游	FPS	代理	国服已开放预约	n.a.	N
61	罗博制造	端游	沙盒	代理	n.a.	n.a.	N
62	万智牌: 竞技场	端游	TCG卡牌	代理	2020年1月14日完成国服首测	9.6	N
63	无限法则	端游	FPS	自研	n.a.	n.a.	N
64	穿越火线HD	端游	FPS	代理	已开放预约; 2020年8月6日开启热血体验	n.a.	N
65	冠军盛典	端游	MOBA	代理	n.a.	n.a.	Y
66	彩虹六号: 围攻	端游	FPS	代理	n.a.	n.a.	N
67	轩辕剑柒	端游	即时战斗	代理	n.a.	n.a.	N
68	武侠乂贰: 浪迹天涯	端游	沙盒	代理	n.a.	n.a.	N
69	手工星球	端游+手游	MMO沙盒冒险	代理	已开放预约; 2020年Q4开启测试	7.9	N
70	艾兰岛	端游+手游	沙盒	代理	2020年9月开启端/手游全平台预约	9.1	Y-端游
71	代号: SYN	端游+主机	射击	自研	n.a.	n.a.	n.a.
72	代号LN	端游	FPS	自研	2019年6月16日完成第二次技术测试	7.6	n.a.
73	代号 "L计划"	n.a.	格斗	自研	2019年10月16日英雄联盟全球十周年庆典公布	n.a.	n.a.
74	代号: 启程	手游	n.a.	自研	2020年11月1日王者荣耀五周年庆典公布IP新游	n.a.	n.a.
75	代号: 破晓	手游	动作	自研	2020年11月1日王者荣耀五周年庆典公布IP新游	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 腾讯游戏官网, 微信游戏, 腾讯游戏 2020 年度发布会, 王者荣耀五周年庆典, TapTap (2020 年 10 月 27 日), 国家新闻出版署, 天风证券研究所

1.2. 微信生态：小程序经济圈加速发展，视频号有望再造生态

微信社交流量护城河较稳固，占中国移动互联网约 20% 用户时长。微信基于 12 亿 MAU 的庞大社交流量池，稳居中国互联网第一大用户平台，3Q20 微信及 WeChat 合并 MAU 达到 12.13 亿，同比增长 5.4%，季度净增 670 万。从时长来看，根据 QuestMobile 数据，2020 年 9 月微信占移动互联网用户总时长的份额约为 21.5%，而腾讯系的总体时长份额为 41%，对比排名第二的字节跳动系时长份额为 15%，而阿里系的时长份额为 7%。

图 12：微信 MAU 和人均单日使用时长（2015 年 1 月-2020 年 9 月）

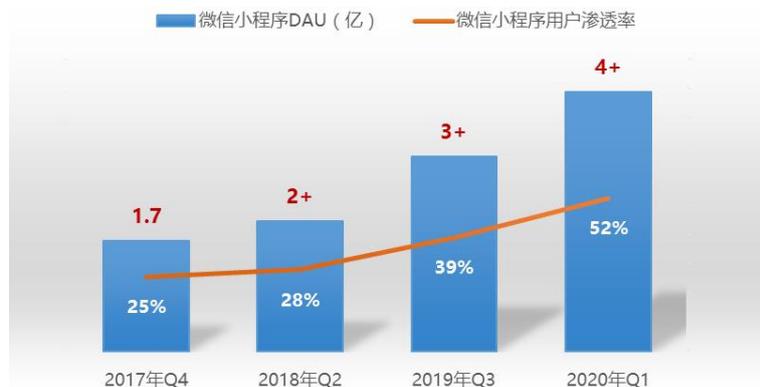


资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

小程序盘活微信流量，成为微信商业生态的基础设施，构建起以小程序为核心纽带、连结微信支付、企业微信、微信搜一搜等微信平台能力的小程序经济圈。微信小程序于 2017 年 1 月正式上线，受益于微信社交流量红利及“跳一跳”为代表的小游戏带动用户普及进入快速发展阶段。截至 1Q20，微信小程序 DAU 已超过 4 亿，在微信 DAU 的渗透率提升至约 52%。根据 QuestMobile，2020 年 9 月微信小程序 MAU 达到 8.32 亿，在微信 MAU 的渗透率达 85.4%。

今年疫情在冲击线下商业的同时，也促使用户行为与商家经营进一步向线上化转型，小程序成为数字化经营的重要载体与工具，陆续推出小程序直播能力、微信小商店、标准化的电商开放解决方案等，降低各行业各体量商家进入微信小程序生态的经营门槛，同时开放跳转、分享能力，打通微信内各流量场景，并开放内容服务 MCN 入驻，帮助商家在微信生态内实现私域流量运营与更好的商业闭环，进一步繁荣和开放微信商业生态。目前电商已成为微信小程序的头部品类。根据微信官方披露，2019 年小程序创造交易总额超 8,000 亿元，同比增长 160%，2020 年 1-8 月小程序商品交易 GMV 同比增长 115%，品牌商家自营小程序 GMV 同比增长 210%。

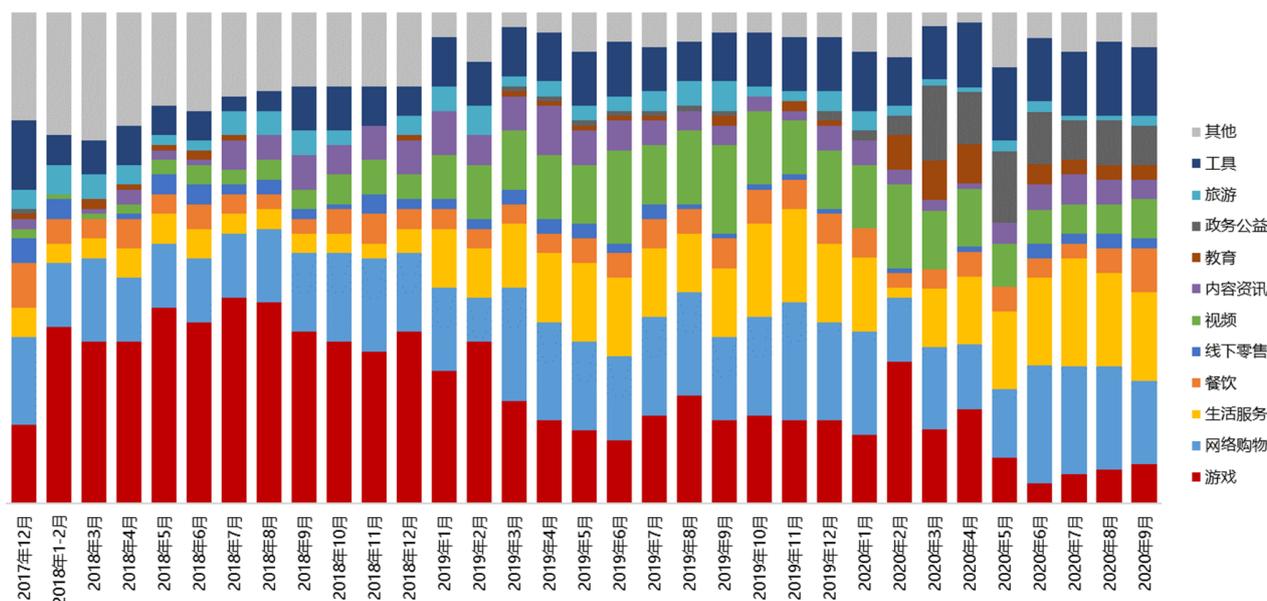
图 13：微信小程序 DAU 及用户渗透率（4Q17A-1Q20A）



资料来源：公司公告，QuestMobile，天风证券研究所

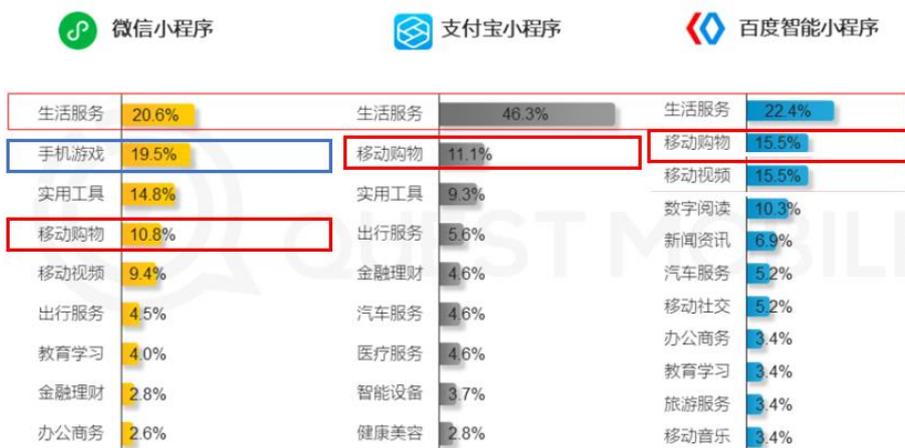
注：微信小程序用户渗透率=微信小程序 DAU/微信 DAU，其中微信小程序 DAU 来自公司公告，微信 DAU 来自 QuestMobile。

图 14：微信 Top100 小程序行业领域分布变化（2017 年 12 月-2020 年 9 月）



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，天风证券研究所

图 15：微信小程序、支付宝小程序、百度智能小程序 MAU>100 万的小程序行业分布占比（2020 年 9 月）



注：行业分类占比=各行业MAU>100万小程序数量，占全部MAU>100万小程序数量占比

资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 16：微信复工大数据：小程序新发布数量 Top10 行业（2020 年 3 月）



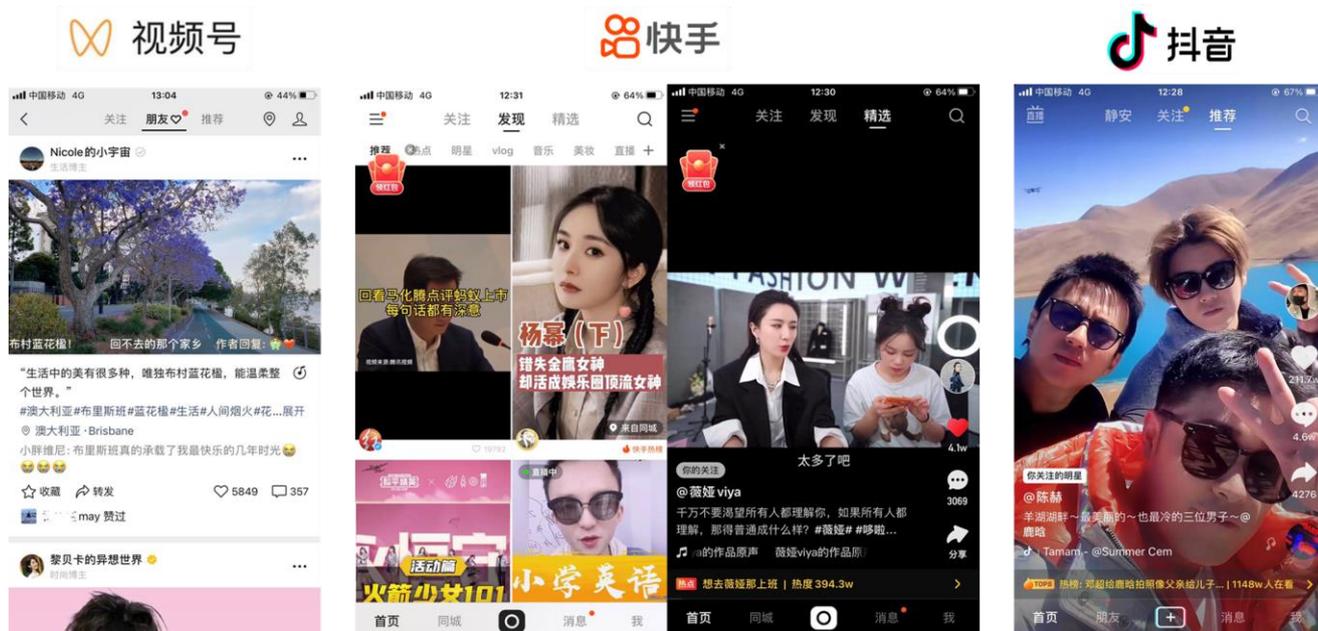
资料来源：《微信复工者联盟码力全开——微信大数据看全国复工复产》，天风证券研究所

注：增速为基于 2020 年 3 月 2 日-10 日与 2 月 2 日-10 日的月度同比增速。

视频号补足微信内容生态闭环，基于微信流量池与社交关系链有望再造生态。微信视频号于 2020 年 1 月正式开启内测，6 月迎来大规模的版本更新并进入快速迭代阶段，目前产品功能已初步完善，用户可在视频号上传视频（包括 1 分钟以内的短视频及 1-30 分钟的长视频）和图片（最多 9 张），并可添加话题、地理位置、公众号文章链接等。视频号为微信生态补足了短内容的缺位，并且在私域流量的基础上开放了公域流量，使内容分发打破熟人封闭式社交圈，为微信内容生态引入更丰富的流量场景。根据管理层 6 月披露的数据，视频号的日活跃用户已达到 2 亿。

相比抖音和快手，我们认为微信视频号具备差异化的核心优势：1）**流量优势**：基于微信 12 亿 MAU、10 亿 DAU 的用户池，且拥有与朋友圈（7.5 亿 DAU，100 亿次日打开次数）平级的入口，为视频号的流量获取提供天然的优势；2）**社交推荐优势**：基于社交关系链的内容分发，能够实现裂变式传播以及持续曝光带来的更长的内容生命周期，同时更容易形成多元化的圈层内容，打造去中心化的内容生态；3）**生态优势**：基于微信生态，视频号与公众号、小程序直播、小商店、朋友圈等场景打通，拥有多个流量入口，能够实现内容引流到变现的完整闭环。商业化方面，目前视频号重点发展直播带货业务，近期内测朋友圈分享视频号直播置顶（目前已下线）、接入有赞旗下“有赞客”CPS 系统进行商品分销，随着视频号的产品能力和生态持续发展，也有望加速微信电商生态增长。

图 17：微信视频号与抖音、快手的产品界面对比

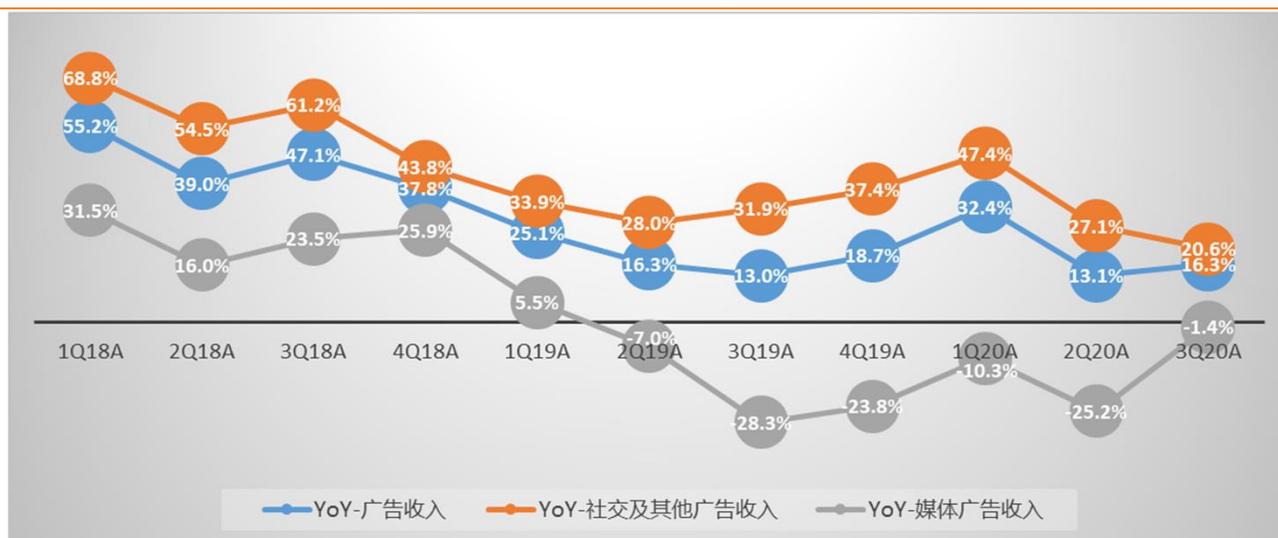


资料来源：微信 APP，抖音 APP，快手 APP，天风证券研究所

1.3. 广告：广告增速回升，中台化释放中长期增长潜力

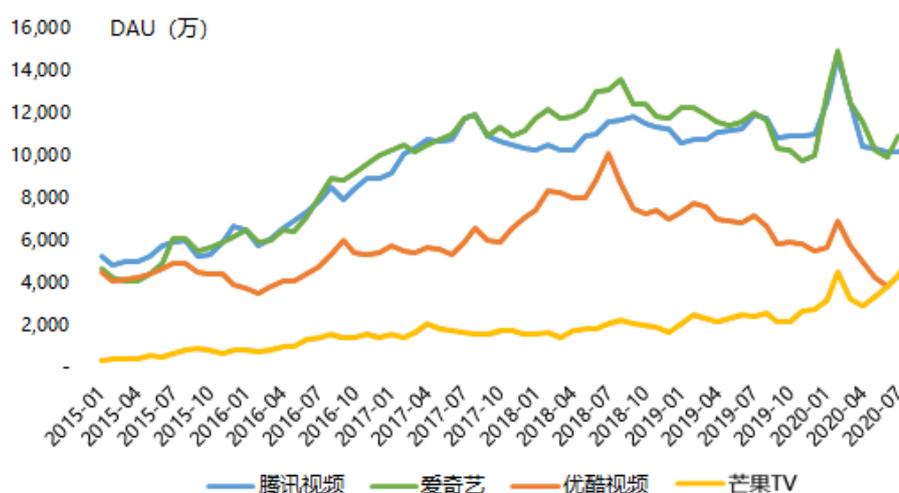
媒体广告恢复叠加社交广告稳健，三季度腾讯广告收入增速回升。3Q20 腾讯广告收入为 RMB214 亿元，同比增长 16.3%，增速相比上季度有所回升，环比增长 15.1%。其中，社交及其他广告收入同比增长 20.6%至 RMB178 亿元，环比增长 16.3%，主要是微信朋友圈广告库存增加及 eCPM 上升，同时移动广告联盟受益视频广告形式驱动 eCPM 提升；媒体广告恢复明显，本季度收入同比减少 1.4%至 RMB36 亿元，降幅大幅收窄，环比增长 9.4%，主要受益于腾讯视频的主要内容发布，包括《三十而已》、《明日之子第四季》等，以及音乐平台广告库存及曝光量增长。分广告主行业来看，本季度教育、互联网及电商等行业的广告支出同比继续强劲增长，汽车及房地产等周期行业的支出同比提升，金融服务及必选消费品等开支已恢复至去年同期水平，体现疫情后国内整体广告行业已基本恢复。

图 18：腾讯总体广告、媒体广告和社交及其他广告收入同比增速（1Q18A-3Q20A）



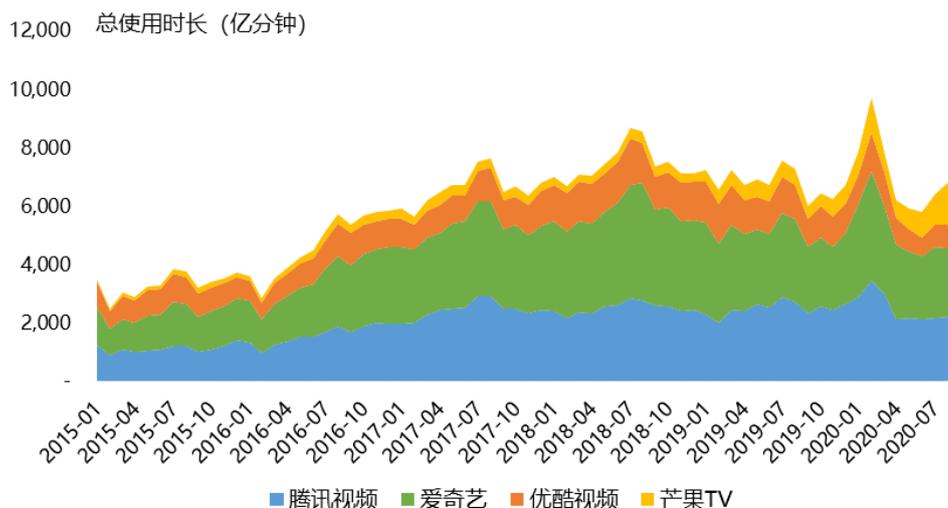
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：腾讯视频、爱奇艺、优酷视频、芒果TV的 DAU 对比（2015 年 1 月-2020 年 9 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 20：腾讯视频、爱奇艺、优酷视频、芒果 TV 的用户总使用时长对比（2015 年 1 月-2020 年 9 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

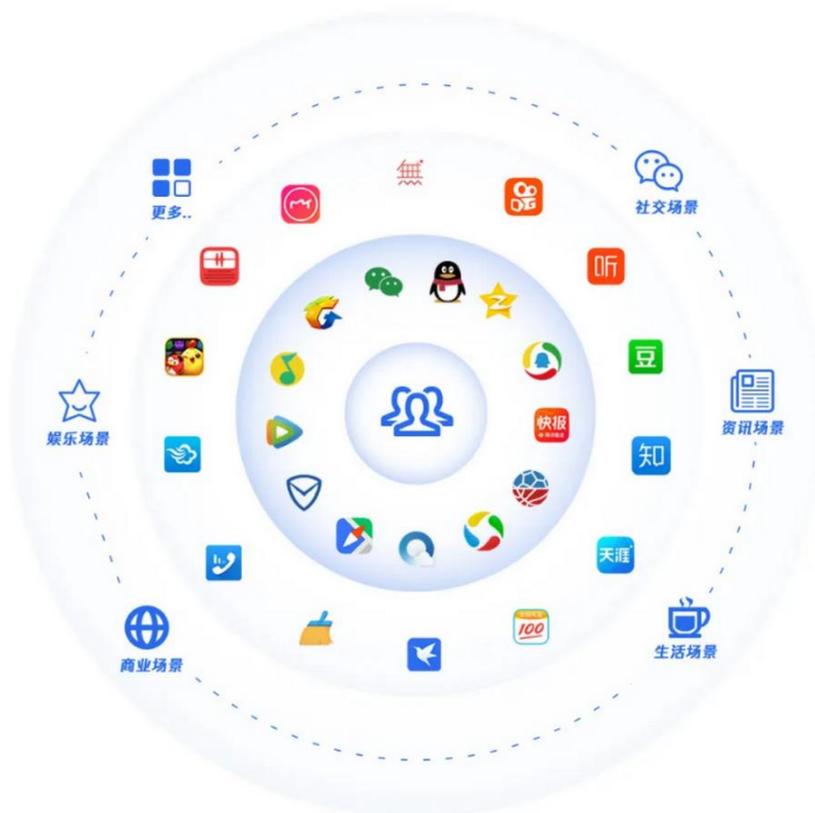
腾讯广告持续整合并向“商业服务中台”升级，有望打开中长期增长空间。2018 年 9 月 30 日的组织架构改革中，腾讯将原分属不同事业群的广告业务整合为广告营销服务线（AMS），开始推动广告业务中台化，持续整合产品、技术及销售等环节。今年 7 月，腾讯广告上线了一站式投放管理平台，覆盖腾讯全流量（包括微信、移动广告联盟），实现投放端的整合，并强化智能投放，进一步提升广告投放效率和转化率。随着腾讯大力发展产业互联网，腾讯广告定位升级为商业服务大中台，以助力企业实现全链路数字化营销转型。考虑腾讯占据中国移动互联网超过 40% 的用户时长，但在互联网广告市场的份额不到 15%，以及面向产业互联网将释放更多价值，我们认为腾讯广告的长期空间可期。

图 21：腾讯广告投放管理平台



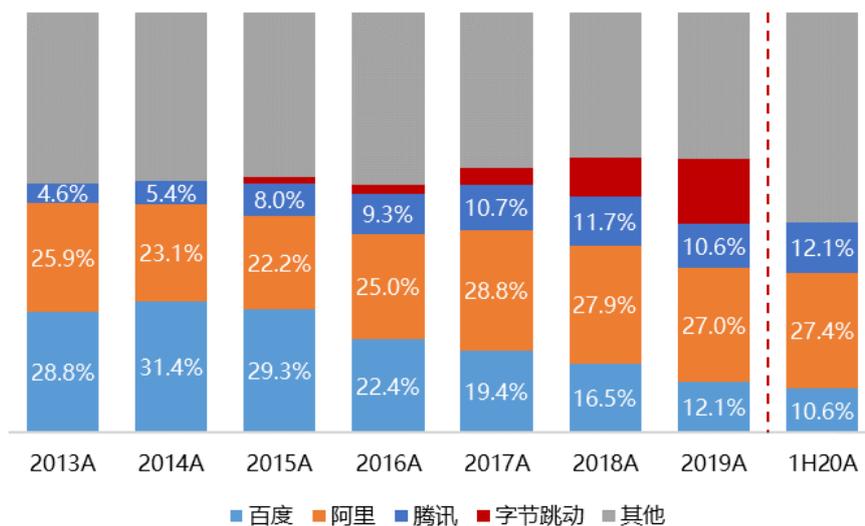
资料来源：腾讯广告官网，天风证券研究所

图 22：腾讯广告投放覆盖腾讯生态全流量



资料来源：腾讯广告官网，天风证券研究所

图 23：中国互联网广告行业格局：腾讯、阿里、百度、字节跳动（2013A-2019A；1H20A）



资料来源：公司公告，艾瑞咨询，前瞻产业研究院，TechWeb，天风证券研究所

注：阿里巴巴的数据已按照自然年进行对应还原；字节跳动广告收入为估计值；互联网广告市场规模 2Q20 数据为艾瑞预计值，3Q20 数据尚未更新。

1.4. 腾讯金融：金融科技生态稳步增长，围绕 8 亿支付用户拓展全场景

基于微信和 QQ 两大用户平台，腾讯以 8 亿支付用户为基础，连接人与金融服务，涵盖财富管理（理财通、零钱通）、消费信贷（微粒贷、分付等）、保险服务（微保等）、证券投资以及个人征信（微信支付分）等，构建起全场景覆盖的金融科技服务生态。

本季度腾讯金融科技业务继续稳步增长，商业支付 DAU 及人均交易金额同比强劲增长，驱动总体支付金额同比增长超过 30%，理财平台用户数同比增长超过 50%。目前腾讯支付月活跃用户数超 8 亿，在微信用户的渗透率达到 75.6%（基于 2Q18 微信 MAU 计算；若基于 3Q20 微信 MAU 则渗透率约为 66%），相较 2020 年 6 月中国互联网用户的网络支付渗透率 86% 仍有提升空间，商业支付日均交易笔数超过 10 亿（vs. 支付宝 2019 年日均总交易笔数约 6.3 亿）。理财通资产管理规模超 1 万亿元，用户数超 2 亿，在腾讯支付用户的渗透率约为 25%。微粒贷截至 2019 年末累计发放贷款超 3.7 万亿元，用户数超过 2,800 万。

图 24：腾讯金融科技业务版图及核心数据情况

业务领域	平台/产品	运营主体	核心数据		
支付	微信支付	财付通	支付业务月活跃用户超 8 亿 (2Q18)；月活跃商家数超 5,000 万 (4Q19)；商业支付日均交易笔数超 10 亿次 (4Q19)，商业支付占总支付交易量的超过 50% (2018 年)		
	QQ 钱包				
理财	理财通	腾富公司 (全资子公司)	理财通用户数超 2 亿，同比增长超 100% (4Q19)；资产管理总规模超 9,000 亿元，同比增长超 50% (4Q19)		
	零钱通	腾安基金 (全资子公司)/ 微众银行 (持股 30%)	零钱通目前接入 17 个货币基金产品；用户主要是 90 后和 80 后，分别占比 35% 和 30% (2019 年)		
信贷	微粒贷	微众银行 (持股 30%)	微众银行 2019 年总资产 2,912 亿元，营业总收入 148.7 亿元，净利润 39.5 亿元，管理贷款余额和资产余额均超 4,400 亿元，个人有效客户超 2 亿，法人客户 90 万，不良贷款率 1.24%，贷款拨备率 5.52%，拨备覆盖率 444%；微粒贷累计发放贷款超 3.7 万亿元，发放贷款笔数超 4.6 亿笔，服务客户超 2,800 万，笔均贷款约 8,000 元 (截至 2019 年末)		
	微业贷				
	微车贷				
	理财通-周转			腾富公司 (全资子公司)	根据理财价值和信用水平等综合得出额度，最高额度 30 万元，日利率 0.05%，黄金/铂金会员享受 0.04%/0.03% 优惠利率，无免息期
	小鹅花钱			微众银行 (持股 30%)	绑定微信支付可支持消费/转账/红包等和提现 (50% 额度)，日利率 0.05%，无免息期，可分期，最高额度 5 万元
微乐分	财付通小贷 (全资子公司)	低息分期代还信用卡服务，日利率最低 0.045%，最高信用额度 10 万元			
分付		2020 年 3 月开启灰度测试，日利率 0.04%，无免息期			
保险	微保	微民保险 (持股 57.8%)	微保注册用户超 5,500 万，投保用户超 2,500 万，人均保费超 1,000 元，投保复购率 40% (2019 年 11 月)；目前活跃用户 8,000 万 (2020 年 6 月)；1H20 理赔总金额 2.9 亿元，同比增长 132%，理赔总笔数 3.7 万件，同比增长 360%；累计赔付金额 12.7 亿元，累计理赔笔数 45.8 万件 (截至 2020 年 6 月)；目前已上线 175 个产品		
		众安保险 (持股 10.21%)	众安保险 2019 年总保费 146.3 亿元，归母净亏损 4.54 亿元，服务用户数 4.86 亿，承保保单 80.4 亿，人均保费 30.1 元，综合偿付能力充足率 502%		
		香港英杰华人寿 (Blue) (持股 20%)	香港英杰华人寿目前已上线 6 个保险产品		
		和泰人寿 (持股 15%)	和泰人寿 2019 年保险业务收入 10.6 亿元，净亏损 0.9 亿元，偿付能力充足率 280%		
证券	腾讯自选股	腾讯	腾讯自选股 (App/微信/QQ) 接入 A 股券商 4 家，港股券商 5 家		
	腾讯微证券	财付通	腾讯微证券 (微信公众号/理财通) 接入 A 股券商 2 家		
		中金公司 (持股 4.48%)	中金公司 2019 年总资产 3,450 亿元，收入及其他收益 227.8 亿元，净利润 42.4 亿元，财富管理客户 327.1 万，客户账户资产总值约 1.84 万亿元，高净值客户 1.9 万		
		富途证券 (持股 28.1%)	富途控股 2019 年总收入 10.6 亿港元，经调整净利润 1.8 亿港元，经纪交易总额 8,727 亿港元，总用户数 750 万，注册用户 71.8 万，付费用户 19.8 万		
征信	微信支付分	财付通	微信支付分用户数超 1 亿，年龄集中在 20-35 岁，人均每月使用支付分服务 3.8 次，超过 80% 的押金用户使用免押金服务，累计节省近千亿元 (2019 年)		

资料来源：公司公告，2020 微信公开课 PRO，微信 APP，腾讯自选股 APP，微保官网，新浪新闻，中国经济导报，天风证券研究所

图 25：全球支付平台对比：腾讯支付、支付宝、银联云闪付、PayPal、VISA

	微信支付 QQ钱包	支付宝 ALIPAY	银联 UnionPay	云闪付 UnionPay	PayPal	VISA
活跃用户	• 支付月活跃用户数超8亿 (2Q18)	• 支付宝月活跃用户数7.11亿 (2020年6月)	• 银联卡全球发行总量超86亿张，云闪付APP用户数突破3.3亿 (2020年11月)	• 全球活跃用户3.61亿 (3Q20)	• 全球用户34.9亿，其中信用卡11.4亿张，借记卡23.5亿张 (2Q20)	
活跃商户	• 支付月活跃商家数超5,000万 (4Q19)	• 支付宝月活跃商家数超8,000万 (2020年6月)	• 银联卡受理商户数超5,600万 (2019年)，云闪付全球线下商户超1,600万 (2019年8月)	• 全球活跃商户数2,800万 (3Q20)	• 全球接入商户超6,100万 (3Q19)	
交易频次	• 商业支付日均交易笔数超10亿次，折合平均每账户交易约37.5次/月 (4Q19)	• 根据支付宝公告推算，日均交易笔数约6.3亿次，折合平均每账户交易28.7次/月 (2019年)	• 云闪付累计支付类交易15亿笔，折合平均每账户交易1.4次/月 (1H19)	• 日均交易笔数0.44亿次，折合平均每账户交易3.6次/月 (3Q20)	• 日均交易笔数5.4亿次，折合平均每账户交易4.6次/月 (3Q20)	
交易费率	• 标准费率0.6%，费率范围0.1%-1.0%	• 标准费率0.6%，特殊行业费率1.0%	• 云闪付费率0.38%	• 平均交易费率为2.06% (3Q20)	• ~2%-3%	

资料来源：公司公告，微信支付官网，支付宝官网，银联官网，天风证券研究所

图 26：腾讯支付用户规模及在微信用户渗透率（4Q14A-2Q18A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：腾讯理财通资产管理规模（1Q14A-4Q19A）



资料来源：公司公告，腾讯新闻，新浪新闻，天风证券研究所

近期微信支付界面改版,将常用服务重新分类为四大垂直类别,包括金融理财、生活服务、交通出行及购物消费,其中**金融理财位列最前**(目前包括信用卡还款、微粒贷、理财通和微保,未来可能接入更多金融服务),有望受益微信支付入口流量加速用户渗透和业务规模扩张。

图 28: 微信支付改版后界面



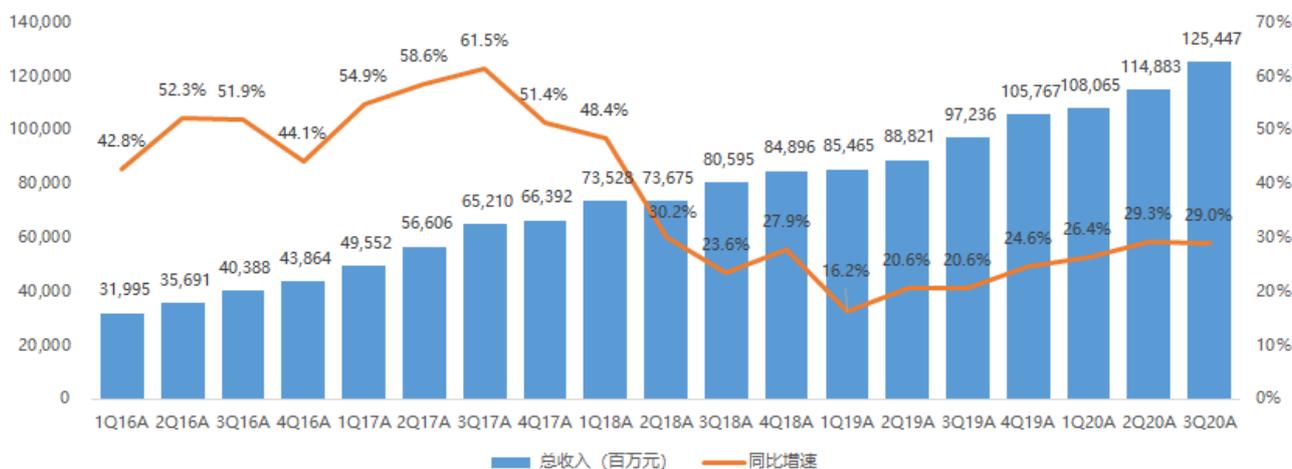
资料来源: 微信 APP, 天风证券研究所

2. 财务及运营数据

2.1. 财务数据分析

收入：3Q20 腾讯总收入为 RMB1,254 亿元，同比增长 29.0%，环比增长 9.2%，超出市场一致预期 1.3%，主要受手游业务强劲增长所驱动。

图 29：腾讯总收入及同比增速（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：腾讯收入分业务结构（1Q18A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1) 社交网络业务：3Q20 社交网络收入为 RMB284 亿元，同比增长 28.9%，环比增长 6.2%，占总收入的 22.6%，主要是虎牙直播、视频及音乐付费会员服务，以及游戏虚拟道具销售收入增长。

图 31: 腾讯社交网络收入及同比增速 (1Q16A-3Q20A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2) **游戏业务**: 3Q20 腾讯游戏收入达到 RMB414 亿元, 同比增长 44.8%, 环比增长 8.2%, 占总收入的 33.0%, 主要是受国内及海外手游业务增长所驱动。若考虑归属于社交网络业务的游戏收入, 3Q20 游戏收入为 RMB508 亿元, 同比增长 41.9%, 环比增长 8.3%, 占总收入的 40.5%。

- **手游**(包括归属社交网络业务部分): 3Q20 手游收入同比增长 61.2%至 RMB392 亿元, 环比增长 8.9%。
- **端游**: 3Q20 端游收入为 RMB116 亿元, 同比增长 1.1%, 环比增长 6.6%。

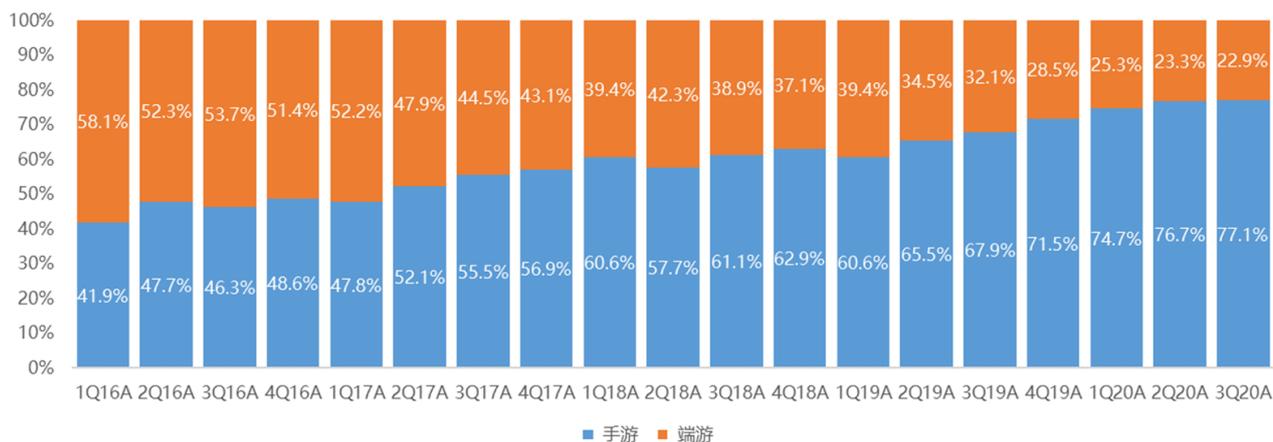
图 32: 腾讯网络游戏收入及同比增速 (1Q16A-3Q20A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 包括社交网络业务部分。

图 33：腾讯游戏收入结构（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：包括社交网络业务部分。

图 34：腾讯手游收入及同比增速（1Q15A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：包括社交网络业务部分。

图 35：腾讯端游收入及同比增速（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3) **广告业务**: 3Q20 广告收入为 RMB214 亿元, 同比增长 16.3%, 环比增长 15.1%, 占总收入的 17.0%, 主要受益于基于算法的广告投放解决方案的更多应用。按广告主行业来看, 本季度教育、互联网及电商等行业广告支出同比继续强劲增长, 汽车及房地产等周期行业支出同比提升, 金融服务及必选消费品等开支已恢复至去年同期水平。

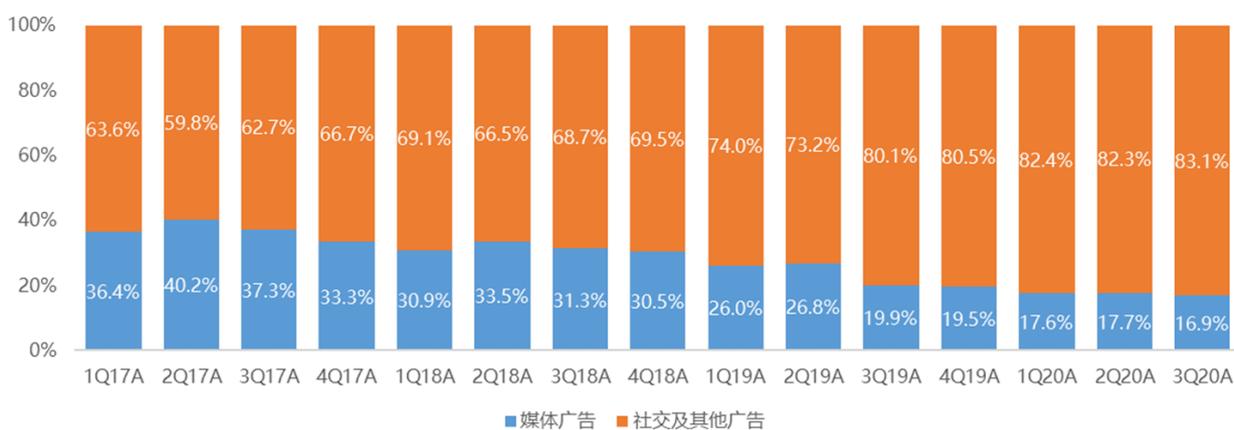
- **社交及其他广告**: 3Q20 收入同比增长 20.6%至 RMB178 亿元, 环比增长 16.3%, 占总体广告收入的比例为 83.1%, 环比继续提升, 主要是微信朋友圈广告库存增加及 eCPM 上升, 同时移动广告联盟受益视频广告形式驱动 eCPM 提升。
- **媒体广告**: 3Q20 收入同比减少 1.4%至 RMB36 亿元, 降幅明显收窄, 环比增长 9.4%, 主要受益于腾讯视频的主要内容发布, 以及音乐平台的广告库存及曝光量增长。

图 36: 腾讯广告收入及同比增速 (1Q16A-3Q20A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 37: 腾讯广告业务收入结构 (1Q17A-3Q20A)

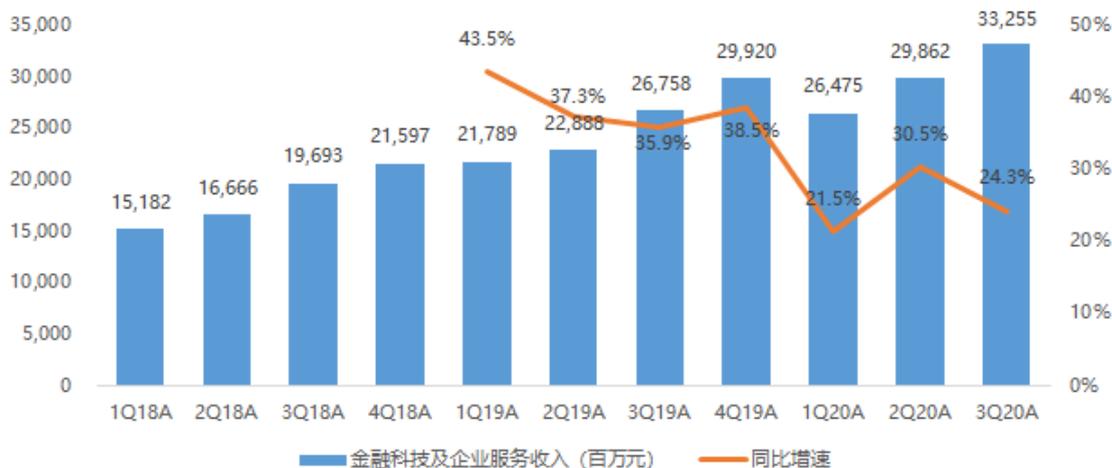


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4) **金融科技及企业服务**-包括支付等金融科技服务, 以及云服务、智慧产业等企业服务, 3Q20 收入达到 RMB333 亿元, 同比增长 24.3%, 环比增长 11.4%, 占总收入的比重环比升 0.5 个百分点至 26.5%, 主要是商业支付及理财收入增长, 同时企业服务收入增长放缓。

- **金融科技**: 本季度金融科技收入继续稳步增长, 增速与前几季相近, 主要受益于商业支付及理财平台业务规模持续扩张, 同时社交支付及小额贷款业务保持温和增长。**商业支付** DAU 及人均交易金额同比强劲增长, 驱动总支付金额同比增长超 30%, 主要是由于线下交易渗透率提升, 以及小程序在零售行业的交易增加; **理财平台**客户数同比增长超过 50%, 资产保有量增速相近。
- **云服务**: 本季度云服务及其他企业服务收入同比增速下滑, 低于前几季, 主要是受疫情的后续影响, 线下项目发展及新合同签订有所延误, 同时部分 IaaS 合同进行非经常性调整。
- **企业微信**: 本季度 DAU 同比增长超 100%。
- **腾讯会议**: 注册用户数超过 1 亿。

图 38: 腾讯金融科技和企业服务收入及同比增速 (1Q18A-3Q20A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

5) **其他业务**-包括投资、影视制作及发行、内容授权、商品销售等, 3Q20 收入为 RMB10.4 亿元, 同比减少 29.9%, 环比减少 29.2%, 占总收入的 0.8%。

毛利率: 3Q20 毛利率为 45.2%, 同比提升 1.5 个百分点, 环比下降 1.2 个百分点, 略低于市场预期。

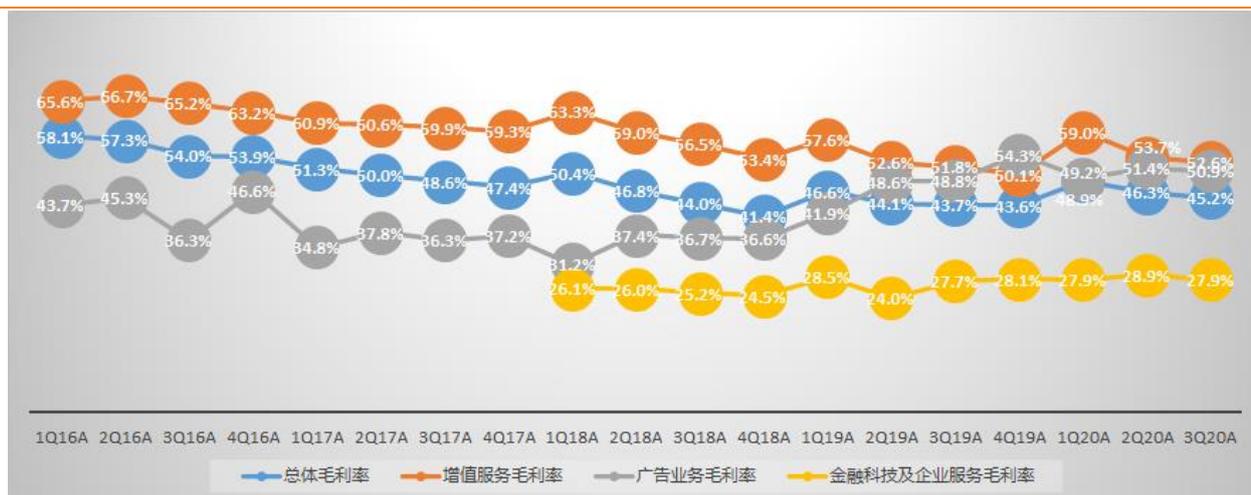
- **增值服务**毛利率为 52.6%, 同比提升 0.8 个百分点, 环比下降 1.1 个百分点, 主要是手游渠道及内容成本增加, 以及包括虎牙直播在内的数字内容服务的内容成本上升。
- **广告业务**毛利率为 50.9%, 同比提升 2.2 个百分点, 环比下降 0.5 个百分点, 主要是移动广告联盟的流量获取成本增加, 部分被赛事相关的内容成本减少所抵消。
- **金融科技及企业服务**毛利率为 27.9%, 同比略升 0.2 个百分点, 环比下降 1.0 个百分点, 主要是支付交易成本上升, 以及支付及云服务业务规模提升导致服务器和带宽成本增加。

图 39：腾讯毛利润、同比增速及毛利率（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40：腾讯总体毛利率及分业务毛利率（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

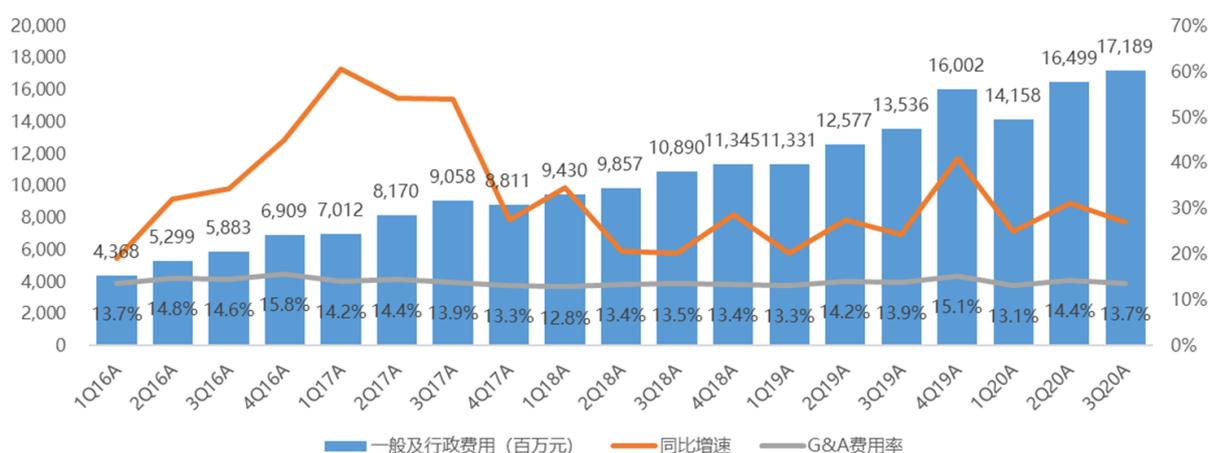
费用率：3Q20 销售及市场推广费用同比增长 55.9%至 RMB89 亿元，环比增长 15.0%，销售费用率为 7.1%，同比提升 1.2 个百分点，环比略升 0.4 个百分点，主要是游戏、微视等数字内容服务及企业服务的推广投入增加；**一般及行政费用**同比增长 27.0%至 RMB172 亿元，环比增长 4.2%，管理费用率为 13.7%，同比基本稳定，环比下降 0.7 个百分点，主要是研发开支和人员成本增加。

图 41：腾讯销售及市场推广费用、同比增速及 S&M 费用率（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：腾讯一般及行政费用、同比增速及 G&A 费用率（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

运营利润：3Q20 运营利润为 RMB440 亿元，同比增长 70.2%，环比增长 11.8%，OPM 同比提升 8.5 百分点至 35.0%，环比提升 0.8 百分点。

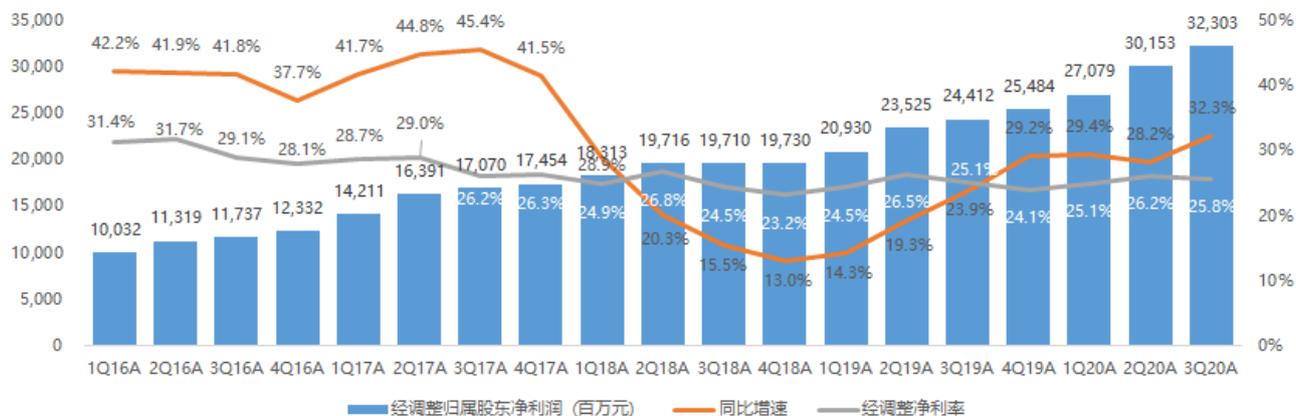
图 43：腾讯运营利润及运营利润率（1Q16A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

经调整归属股东净利润 (Non-IFRS): 3Q20 经调整归母净利润为 RMB323 亿元, 同比增长 32.3%, 环比增长 7.1%, 超出市场预期 1.7%; 经调整净利率为 25.8%, 同比提升 0.6 百分点, 环比下降 0.5 百分点。

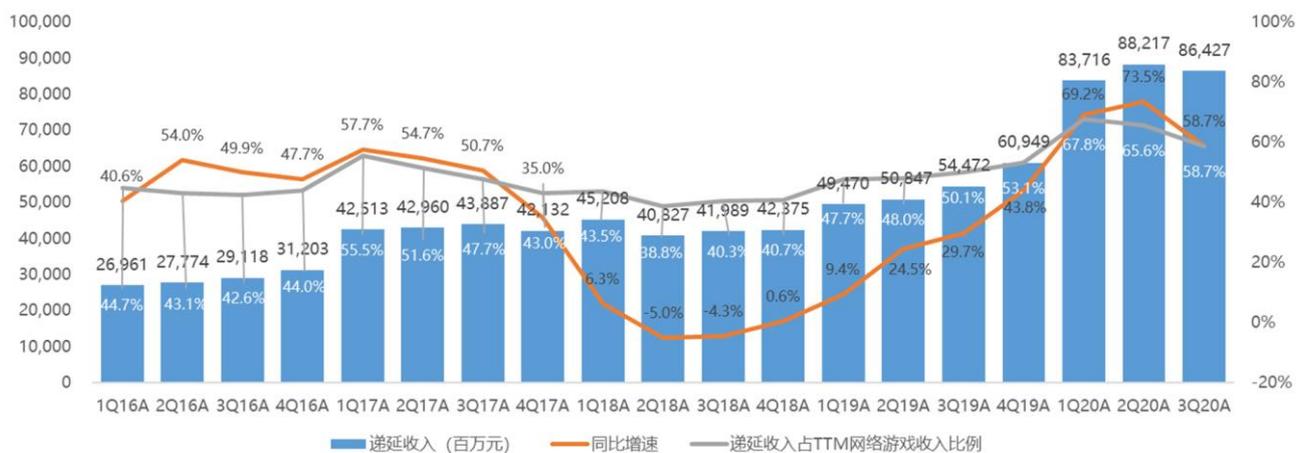
图 44: 腾讯经调整归属股东净利润、同比增速及经调整净利率 (1Q16A-3Q20A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

递延收入: 截至 3Q20 末, 递延收入为 RMB864 亿元, 同比增加 58.7%, 较上季度末减少 2.0%, 占 TTM 游戏收入的比例为 58.7%, 环比下降 6.9 百分点。

图 45: 腾讯递延收入、同比增速及占 TTM 游戏收入比例 (1Q16A-3Q20A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 46: 腾讯业绩与一致预期对比表 (3Q20)

RMB mn	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	3Q20	
						Consensus 11 Nov	Actual vs. Consensus
Total revenue	97,236	105,767	108,065	114,883	125,447	123,829	1.3%
<i>QoQ % Change</i>	9.5%	8.8%	2.2%	6.3%	9.2%		
<i>YoY % Change</i>	20.6%	24.6%	26.4%	29.3%	29.0%		
Cost of revenue	54,757	59,659	55,271	61,673	68,800		
Gross profit	42,479	46,108	52,794	53,210	56,647	56,466	0.3%
<i>QoQ % Change</i>	8.6%	8.5%	14.5%	0.8%	6.5%		
<i>YoY % Change</i>	19.7%	31.2%	32.6%	36.0%	33.4%		
Gross margin	43.7%	43.6%	48.9%	46.3%	45.2%	45.6%	-0.4%
Operating profit	25,827	28,604	37,260	39,311	43,953	33,149	32.6%
<i>QoQ % Change</i>	-6.2%	10.8%	30.3%	5.5%	11.8%		
<i>YoY % Change</i>	-7.3%	65.5%	1.4%	42.8%	70.2%		
Operating margin	26.6%	27.0%	34.5%	34.2%	35.0%	26.8%	8.3%
Non-IFRS net profit attributable to equity holders	24,412	25,484	27,079	30,153	32,303	31,762	1.7%
<i>QoQ % Change</i>	3.8%	4.4%	6.3%	11.4%	7.1%		
<i>YoY % Change</i>	23.9%	29.2%	29.4%	28.2%	32.3%		
Non-IFRS net margin	25.1%	24.1%	25.1%	26.2%	25.8%	25.6%	0.1%
Non-IFRS EPS, diluted (in RMB)	2.55	2.64	2.82	3.13	3.31	3.27	1.5%
<i>QoQ % Change</i>	3.7%	3.7%	6.6%	11.1%	5.9%		
<i>YoY % Change</i>	23.6%	28.0%	28.8%	27.4%	30.1%		

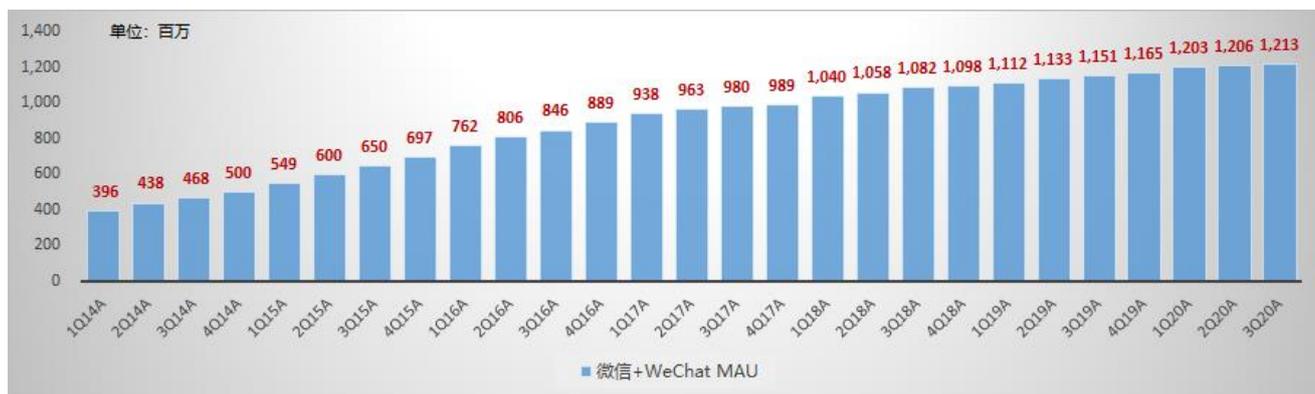
资料来源: 公司公告, Bloomberg, 天风证券研究所

2.2. 核心运营数据

微信：3Q20 微信及 WeChat 合并 MAU 达到 12.13 亿，同比增长 5.4%，环比增长 0.6%，季度净增 670 万。

QQ：3Q20 QQ 智能终端 MAU 同比减少 5.5%至 6.17 亿，环比减少 4.7%，人均单日使用时长同比增长十几个百分点。

图 47：微信及 WeChat 合并 MAU (1Q14A-3Q20A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

数字内容：3Q20 收费增值服务用户数同比增长 25.1%至 2.13 亿，环比增长 4.9%，主要是视频和音乐服务会员数增长。

- **腾讯视频：**3Q20 视频服务付费会员同比增长 20%至 1.2 亿，环比净增 600 万；
- **腾讯音乐：**3Q20 音乐付费会员数同比增长 46%至约 5,200 万。

图 48：腾讯增值服务付费用户规模 (1Q14A-3Q20A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 49：腾讯视频与爱奇艺付费用户数对比（1Q17A-3Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

我们预计腾讯 2020-2022 年收入为 4,813 亿元/5,941 亿元/7,116 亿元，同比增长 28%/23%/20%，Non-IFRS 归母净利润为 1,238 亿元/1,567 亿元/1,912 亿元，同比增长 31%/27%/22%，公司当前市值对应 2021-2022 年 PE 分别为 30x 和 25x。考虑短期游戏提供业绩支撑，全球化与重磅产品打开增长空间，金融科技、广告中台化、微信生态商业化提供中长期增长驱动力，云等企业服务挖掘产业互联网长期价值，结合参考可比公司的估值情况，我们给予腾讯 2022 年 PE 30x，对应目标价 705 港元，买入评级。

风险提示：活跃用户下滑，核心手游流水下滑，新游戏上线进度不及预期，海外游戏业务拓展不及预期，微信用户时长份额下滑，微信商业化不及预期，视频号发展不及预期，金融科技业务变现进展不及预期，云服务恢复不及预期，监管风险，宏观经济恢复不及预期，行业竞争加剧，汇率风险

图 50：腾讯盈利预测（2019A-2022E）

RMB mn	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenues	377,289	481,298	594,051	711,648
YoY % change	20.7%	27.6%	23.4%	19.8%
Cost of revenues	209,756	259,534	324,245	389,574
Gross profit	167,533	221,764	269,806	322,073
YoY % Change	17.9%	32.4%	21.7%	19.4%
Gross margin	44.4%	46.1%	45.4%	45.3%
Operating profit	118,694	156,831	170,411	206,814
YoY % Change	21.6%	32.1%	8.7%	21.4%
Operating margin	31.5%	32.6%	28.7%	29.1%
Net profit attributable to equity holders	93,310	129,876	136,046	167,016
YoY % Change	18.5%	39.2%	4.8%	22.8%
Net margin	24.7%	27.0%	22.9%	23.5%
Non-IFRS net profit attributable to equity holders	94,351	123,788	156,668	191,166
YoY % Change	21.8%	31.2%	26.6%	22.0%
Non-IFRS net margin	25.0%	25.7%	26.4%	26.9%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 51：可比公司估值对比表（基于彭博一致预期）

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG		
					FY20	FY21	FY22	FY20	FY21	FY22	FY20	FY21	FY22	FY20	FY21	FY22
700 HK Equity	腾讯	HKD	583.0	720,954	38.3	30.9	25.6	9.9	7.9	6.5	9.9	8.0	6.7	1.5	1.2	1.0
BABA US Equity	阿里巴巴	USD	277.7	751,409	28.9	23.9	18.6	7.6	5.5	4.3	7.8	5.7	4.6	1.3	1.1	0.8
3690 HK Equity	美团	HKD	312.0	236,822	295.9	95.2	56.3	13.7	9.0	6.7	13.9	9.3	7.0	1.8	0.6	0.3
PDD US Equity	拼多多	USD	135.9	167,243	n.a.	346.5	84.2	20.6	13.0	9.3	21.5	13.8	10.2	n.a.	n.a.	n.a.
JD US Equity	京东	USD	88.2	138,071	53.7	38.0	27.5	1.1	0.9	0.7	1.2	1.0	0.8	1.3	0.9	0.6
1810 HK Equity	小米集团	HKD	26.1	81,114	43.8	32.3	25.4	2.1	1.5	1.2	2.2	1.7	1.4	1.6	1.2	0.9
NTESS US Equity	网易	USD	93.8	64,818	25.7	22.1	19.3	5.6	4.5	3.7	5.8	4.9	4.4	7.3	6.3	5.5
BIDU US Equity	百度	USD	136.0	46,386	15.2	13.9	11.8	2.0	1.6	1.4	2.9	2.5	2.3	0.1	0.1	0.1
FB US Equity	Facebook	USD	275.6	784,961	28.5	24.8	20.7	8.6	6.7	5.4	9.3	7.5	6.3	1.1	1.0	0.8
GOOG US Equity	Google	USD	1,771.4	1,195,880	31.7	25.7	21.7	7.4	6.0	4.9	8.1	6.7	5.7	1.8	1.4	1.2
AMZN US Equity	Amazon	USD	3,185.1	1,598,113	67.3	54.6	41.2	4.3	3.8	3.3	4.2	3.6	3.0	1.7	1.4	1.1
NFLX US Equity	Netflix	USD	485.0	214,271	72.8	50.3	38.2	8.9	7.5	6.5	8.6	7.3	6.3	2.6	1.8	1.3
SNAP US Equity	Snap	USD	45.6	67,884	n.a.	232.4	80.5	28.1	19.6	14.6	27.8	19.4	14.5	n.a.	6.6	2.3
TWTR US Equity	Twitter	USD	46.4	36,928	n.a.	56.2	41.1	11.1	9.0	7.9	10.3	8.3	7.2	n.a.	1.7	1.2
ATVI US Equity	Activision Blizzard	USD	76.5	59,131	22.8	21.9	19.2	6.7	6.2	5.4	7.3	7.1	6.6	1.4	1.3	1.2
EA US Equity	Electronic Arts	USD	121.5	35,247	26.0	22.5	20.3	6.0	5.0	4.7	6.8	5.9	5.6	4.1	3.5	3.2

资料来源：Bloomberg（2020年11月27日），天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com