

方正证券研究所证券研究报告

腾讯控股 (0700.HK)

公司研究

传媒行业

公司短评报告

2019.11.14

传媒&海外首席分析师： 杨仁文
执业证书编号： S1220514060006
E-mail: yangrenwen@foundersc.com

联系人： 钟星杰
E-mail: zhongxingjie@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind，方正证券研究所
请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：

公司公告，19Q3 营收 972.36 亿元 (YoY+21%，QoQ+9%)，较一致预期低 1.8%；每股摊薄盈利 2.13 元 (YoY-16%，QoQ-13%)。

点评：

- 1. 增值服务与金融科技业务驱动收入增长，首度公布云收入，同比增 80%至 47 亿元：**19Q3 营收同比增长 21%，主要由增值服务及金融科技业务增长推动，游戏及金融科技成营收占比最大两业务板块。Q3 微信和 WeChat 的合并 MAU 达 11.510 亿 (YoY+6.3%，QoQ+1.6%)，本季度微信产品更新重点集中在拓展小程序入口，Q3 新增加了浮窗、PC 端、“一物一码”等小程序入口；完善了相关的制度，推出了小程序快速过审的流程，并将清理低质量内容；推出微信好物图的“推荐”功能，进一步以社交、内容带动商品营销。
- 2. 游戏业务：**Q3 上线 8 款手游，手游收入同比增 25%，市占 60%；《和平精英》贡献递延收益增长，余额同比扩大 27%；海外市场贡献收入超 10%，国际化进程加速；端游收入同比继续下降 7%，“云顶之弈”帮助《英雄联盟》国际收入增长。19Q3 腾讯网络游戏收入为 286 亿元 (YoY+11%，QoQ+5%)，市占率 60%。《和平精英》的夏季内容更新提升了用户活跃度，收入目前仍属确认递延收入的初期阶段。《王者荣耀》日活跃账户数保持稳健，购买季票的用户增加。国际市场为腾讯游戏收入贡献超过 10%，《PUBG MOBILE》的月活跃账户数同比增长一倍，而腾讯与动视暴雪合作开发的《使命召唤手游》，在推出后一个月内的下载量超过 1 亿。19Q3 递延收益余额为 593.8 亿人民币，同比上升显著，处于历史高点，递延收益未来的确认，伴随端游 IP 大作《地下城与勇士》及《英雄联盟手游》等上线，以及 Supercell 的并表，游戏收入规模有望进一步提升。
- 3. 社交网络：**19Q3 IP 爆款独播剧推动社交网络收入上升；2020 年头部内容储备围绕精品 IP。社交网络收入为 220.25 亿元 (YoY+21%，QoQ+6%)，占增值服务收入的 44%。19Q3，腾讯视频的订阅用户数为 1.002 亿 (YoY+22%，QoQ+3%)。Q3 上线播出的剧集独播剧《陈情令》、多平台播出的《亲爱的，热爱的》、《小欢喜》挤进云合数据正片有效播放市场榜单的前十，表现亮眼。2020 腾讯 V 视界大会发布片单，腾讯视频将利用产业链优势，从原著 IP 到后续衍生内容，形成品质化内容矩阵。
- 4. 广告业务：**宏观环境和剧集排播不确定性因素仍在，媒体广告下滑显著，短期仍将面对较大压力；社交广告本季同比依然受益于广告曝光量提升，未来微信广告位潜力仍待释放。19Q3 网络广告业务收入达 183.66 亿元 (YoY+13%，QoQ+12%)。媒体广告收入的同比下降主要受宏观环境及内容排播、招商的不确定性导致。社交及其他广告收入的增长主要在于日活账户数和广告曝光量的增长，受微信朋友圈、微信小程序的广告收入增长推动。
- 5. 金融科技及企业服务业务：**金融科技业务收入增长 38%，成为收入增长核心引擎；理财通用户同比增长超一倍，云服务收入持续高速增长，季度增速领先阿里云。19Q3 金融科技及企业服务收入为 267.58 亿元 (YoY+38%，QoQ+17%)，占收入比 28%。云收入 47 亿元，同比增长 80%，主要由于现有客户需求增长以及客户基础的扩大。新增的客户群分布于教育、金融、民生服务、零售行业等。
- 6. 毛利率环比基本持平，投资收益减少，营业利润率及净利率下滑明显**

7. 盈利预测:根据彭博一致预期, FY19-21 年营业收入为 3,801 亿/4,716 亿/5,757 亿元, 净利润为 951 亿/1,156 亿/1,409 亿元, 调整后 EPS 为 9.98/11.97/14.37 元, 当前股价对应 P/E 为 30/24/20X。

风险提示: 活跃用户增速放缓风险、游戏内容监管风险、新游审批进度风险、稳定优质内容生产风险、互联网信息发布政策变更风险、视频内容监管风险、成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、估值调整风险、汇率风险等。

图表目录

图表 1: 腾讯分业务收入 (亿元) (季度)	3
图表 2: 腾讯增值业务收入 (亿元) (季度)	3
图表 3: QQ 月活用户及增速	3
图表 4: 微信月活用户及增速	3
图表 5: 腾讯网络游戏收入及同环比增幅	4
图表 6: 腾讯网络游戏收入占比及占比同环比变动	4
图表 7: 腾讯递延收益及环比变动	4
图表 8: 腾讯手游收入/增速/占游戏收入比	6
图表 9: 腾讯手游 ARPU 区间 (元)	6
图表 10: 腾讯手游付费用户数测算及增速	7
图表 11: 19 年 9 月中国发行商全球收入排行榜	7
图表 12: 腾讯 MMOGs ARPU 区间 (元)	8
图表 13: 腾讯 ACGs ARPU 区间 (元)	8
图表 14: 腾讯端游收入/增速/占游戏收入比	8
图表 15: 2019Q3 腾讯新游戏上线情况	9
图表 16: 2019Q4 已上线游戏 (截至 2019 年 11 月 07 日)	9
图表 17: 腾讯游戏储备	9
图表 18: 电视连续剧年累计正片有效播放市占率 TOP10 (截至 19.11.07)	12
图表 19: 2020 年腾讯视频内容清单	12
图表 20: 经营费用 (百万元)	15
图表 21: 各项费用占收入比例	15
图表 22: 腾讯分业务收入占比 (季度)	16
图表 23: 腾讯分业务毛利率 (季度)	16
图表 24: 腾讯各项利润率 (GAAP, 季度)	16
图表 25: 腾讯各项利润率 (NON-GAAP, 季度)	16
图表 26: 腾讯经调整利润 (百万元) 及增速 (季度)	16
图表 27: 腾讯各项利润 (GAAP, 百万元) 及增速 (季度)	16

事件:

- GAAP 数据: 19Q3 营收 972.36 亿元 (YoY+21%, QoQ+9%), 较一致预期低 1.8%; 实现营业利润 258.27 亿元 (YoY-7%, QoQ-6%), 归母净利润 203.82 亿元 (YoY-13%, QoQ-16%); Q3 净利润 209.76 亿元 (YoY-10%, QoQ-15%), 较一致预期低 11%。
- Non-GAAP 数据: 19Q3 营业利润 285.44 亿元 (YoY+27%, QoQ+5%); 归母净利润 244.12 亿元 (YoY+24%, QoQ+4%); 每股摊薄盈利 2.548 元 (YoY+24%, QoQ+4%)。
- 分业务收入: 19Q3 增值服务收入为 506.3 亿元 (YoY+15%, QoQ+5%), 占收入比 52% (YoY-3pct, QoQ-2pct); 其中网络游戏收入 286.04 亿元 (YoY+11%, QoQ+5%), 占总收入比 29% (YoY-3pct, QoQ-1pct); 社交网络收入为 220.25 亿元 (YoY+21%, QoQ+6%), 占总收入比 23% (YoY 持平, QoQ-1pct)。金融科技及企业服务收入为 267.58 亿元 (YoY+38%, QoQ+17%), 占收入比 28% (YoY+4pct, QoQ+2pct)。网络广告业务收入达 183.66 亿元 (YoY+13%, QoQ+12%), 占营收比 19% (YoY-1pct, QoQ 持平); 媒体广告收入达 36.50 亿元 (YoY-28%, QoQ-17%), 占网络广告 20% (YoY-11pct, QoQ-7pct), 占总营收比 4%; 社交及其他广告 147.16 亿元 (YoY+32%, QoQ+23%), 占网络广告 80% (YoY+11pct, QoQ+7pct), 占总营收比 15%。公司其他业务收入为 14.83 亿人民币 (YoY+84%, QoQ+3%), 占比 2% (YoY+1pct, QoQ 持平)。
- 其他财务数据:
毛利率: 19Q3 毛利 424.79 亿元 (YoY+20%, QoQ+9%), 毛利率 43.7% (YoY-0.3pct, QoQ-0.4pct);
营业利润率及净利率: 19Q3 营业利润率为 26.6% (YoY-8pct, QoQ-4.4pct), 净利率 (归母) 21.0% (YoY-8pct, QoQ-6.2pct)。Non-GAAP 营业利润率为 29.4% (YoY+1.4pct, QoQ-1.4pct), 净利率 (归母) 26.0% (YoY+0.7pct, QoQ-1.2pct);
- 运营情况: Q3 微信和 WeChat 合并 MAU 为 11.510 亿 (YoY+6.3%, QoQ+1.6%); QQ 月活跃用户达 7.310 亿 (YoY-8.9%, QoQ-9.5%), 其中 QQ 智能终端 MAU 达 6.53 亿 (YoY-6.4%, QoQ-7.5%); QQ 空间智能终端月活跃账户数达到 5.17 亿 (YoY-2.7%, QoQ-6.6%)。收费增值服务注册账户达 1.71 亿 (YoY+10.7%, QoQ+1.0%)。

点评:

1 增值服务与金融科技业务驱动收入增长, 首度公布云收入, 同比增 80%至 47 亿元

19Q3 营收 972.36 亿元 (YoY+21%, QoQ+9%), 营收的同比增长主要由增值服务及金融科技业务增长推动。

分业务来看, 增值服务 506.29 亿元 (YoY+15%, QoQ+5%), 占收入比 52% (YoY-3pct, QoQ-2pct)。其中网络游戏收入 286.04 亿元 (YoY+11%, QoQ+5%), 手游收入同比增长 25%, 端游收入同比下滑 7%, 手游收入占比进一步上升。社交网络收入为 220.25 亿元 (YoY+21%, QoQ+6%), 占总收入的比重为 23% (YoY 持平, QoQ 持平)。直播服务、视频流媒体订阅服务的数字内容收入贡献了该部分的增长。Q3 增值服务总付费人数达 1.706 亿 (YoY+11%, QoQ+1%) 主要由视频和音乐服务驱动。

网络广告业务收入达 183.66 亿元 (YoY+13%, QoQ+12%), 占营收比 19% (YoY-1pct, QoQ+1pct)。其中, 媒体广告收入达 36.50 亿元 (YoY-28%, QoQ-17%), 占网络广告 20% (YoY-11pct, QoQ-7pct), 占总营收比 4%; 社交及其它广告 147.16 亿元 (YoY+32%, QoQ+23%), 占网络广告 80% (YoY+11pct, QoQ+7pct), 占总营收比 15%。

19Q3, 金融科技及企业服务的收入为 267.58 亿人民币 (YoY+36%, QoQ+17%), 占收入比为 28%。公司首度公布云收入情况, 本季收入 47 亿元, 同比增长 80%, 主要由于现有用户的云服务使用量提升, 同时公司也在积极扩大其教育、金融、民生及零售行业的客户基数。

图表1: 腾讯分业务收入 (亿元) (季度)

	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
总收入	304.41	319.95	356.91	403.88	438.64	495.52	566.06	652.1	663.92	735.28	736.75	805.95	848.96	854.05	889.21	972.36
YoY	45%	43%	53%	52%	44%	35%	59%	61%	51%	48%	30%	24%	28%	16%	21%	21%
QoQ	14%	5%	12%	13%	9%	13%	14%	15%	2%	11%	0%	9%	5%	1%	4%	9%
增值服务收入	230.68	249.64	256.8	279.75	291.91	351.08	368.04	421.24	399.47	468.77	420.69	440.49	416.51	489.74	480.8	506.29
YoY	34%	39%	36%	27%	41%	43%	51%	37%	34%	14%	14%	5%	9%	4%	14%	15%
QoQ	12%	8%	3%	4%	20%	3%	14%	-5%	17%	-10%	8%	-1%	12%	-2%	3%	5%
占总收入比重	76%	78%	72%	69%	67%	71%	65%	65%	60%	64%	57%	55%	51%	57%	54%	52%
金融科技及企业服务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	151.82	166.66	196.93	220.73	217.89	228.88	267.58
YoY										44%	37%	44%	37%	36%	36%	36%
QoQ										21%	10%	16%	14%	1%	5%	17%
占总收入比重	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	21%	23%	24%	26%	25%	26%	28%
网络广告收入	57.33	47.01	65.32	74.49	82.88	68.88	101.48	110.42	123.61	106.89	141.1	162.47	170.33	133.77	164.07	183.66
YoY	73%	60%	51%	45%	47%	55%	48%	49%	55%	39%	47%	38%	25%	16%	13%	13%
QoQ	16%	-18%	39%	11%	11%	47%	9%	12%	-14%	32%	15%	5%	-21%	23%	13%	13%
占总收入比重	19%	15%	18%	18%	19%	14%	18%	17%	19%	15%	19%	20%	20%	16%	18%	19%
其他业务收入	16.4	23.3	34.79	49.64	63.85	75.56	96.54	120.44	140.84	7.80	8.30	8.06	25.47	13.25	14.44	14.83
YoY	122%	275%	348%	289%	224%	177%	143%	121%	-90%	-91%	-93%	-82%	70%	74%	84%	
QoQ	48%	42%	49%	43%	29%	18%	28%	25%	17%	-94%	6%	-3%	216%	-49%	9%	3%
占总收入比重	5%	7%	10%	12%	15%	15%	17%	18%	21%	1%	1%	1%	3%	2%	2%	2%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

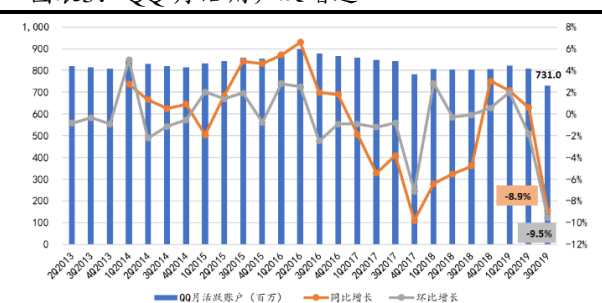
图表2: 腾讯增值业务收入 (亿元) (季度)

	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
网络游戏	159.71	170.85	171.24	181.66	184.69	228.11	238.61	268.44	243.67	281.78	252.02	258.13	241.99	285.13	273.07	286.04
YoY	11%	7%	0%	2%	2%	24%	39%	48%	33%	26%	6%	-4%	-1%	1%	8%	11%
QoQ	11%	7%	0%	6%	2%	24%	5%	13%	-9%	18%	-12%	2%	-6%	18%	-4%	5%
占总收入比重	52%	53%	48%	45%	42%	46%	42%	41%	37%	39%	34%	32%	29%	33%	31%	29%
社交网络	70.97	78.79	85.56	98.09	107.22	122.97	129.43	152.8	155.8	180.99	168.67	182.36	194.52	204.61	207.73	220.25
YoY	48%	57%	58%	51%	56%	51%	56%	45%	47%	30%	19%	25%	13%	23%	21%	
QoQ	14%	11%	9%	15%	9%	15%	5%	18%	2%	16%	-7%	8%	7%	5%	2%	6%
占总收入比重	23%	25%	24%	24%	24%	25%	23%	23%	23%	25%	23%	23%	23%	24%	23%	23%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

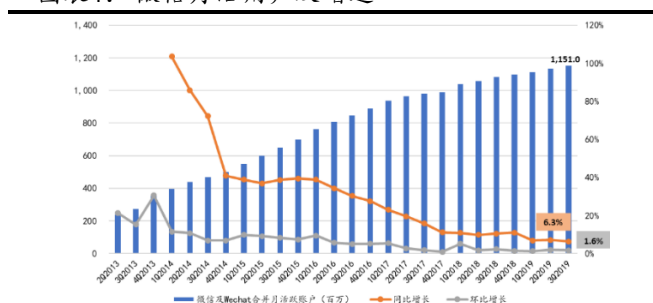
Q3 微信和 WeChat 的合并 MAU 达 11.51 亿 (YoY+6.3%, QoQ+1.6%)。本季度微信产品更新重点集中在拓展小程序入口, Q3 新增加了浮窗、PC 端、“一物一码”等小程序入口; 完善了相关的制度, 推出了小程序快速过审的流程, 并将清理低质量的内容; 推出微信好朋友圈的“推荐”功能, 进一步以社交、内容带动商品营销。QQ 月活跃用户达 7.31 亿 (YoY-8.9%, QoQ-9.5%), 其中 QQ 智能终端 MAU 达 6.534 亿 (YoY-6.4%, QoQ-7.5%), QQ 智能终端 MAU 同比降低。本季度, QQ 小程序推出微信分享功能, 有望利用微信平台流量实现用户向 QQ 小程序的迁移。QQ 空间智能终端月活跃账户数达到 5.17 亿 (YoY-2.7%, QoQ-6.6%)。

图表3: QQ 月活用户及增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表4: 微信月活用户及增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

2 19Q3 上线 8 款手游, 手游收入同比增 25%, 市占 60%; 《和平精英》贡献递延收益增长, 余额同比扩大 27%; 海外市场贡献收入超 10%, 国际化进程加速; 端游收入同比继续下降 7%, “云顶之弈”帮助《英雄联盟》国际收入增长

2.1 网络游戏收入

19Q3 腾讯网络游戏收入为 286 亿元 (YoY+11%, QoQ+5%), Q2 上线游戏 Q3 开始变现。《和平精英》的夏季内容更新提升了用户活

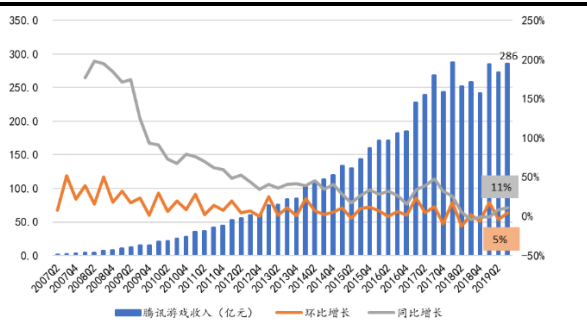
跃度,《和平精英》收入目前仍属确认递延收入的初期阶段。《王者荣耀》日活跃账户数保持稳健,购买季票的用户增加。新推出的RPG(《龙族幻想》及《食物语》等)和策略类(《权力的游戏:凛冬将至》)游戏也帮助提升了季度收入。国际市场方面,《PUBG MOBILE》的月活跃账户数同比增长一倍,而腾讯与动视暴雪合作开发的《使命召唤手游》,在推出后一个月内的下载量超过1亿,成为下载量最大的智能手机游戏之一。

Q3 网络游戏收入占营收比例为 29% (YoY-3pct, QoQ-2pct), 游戏收入占营收比例同环比皆有所下降。

19Q3 腾讯的递延收益余额为 593.8 亿人民币 (YoY+27%, QoQ+5.1%), 同比上升显著, 处于历史高点, 按照公司对于《和平精英》收入贡献的披露, 我们认为递延收益的增长除了有《王者荣耀》及《英雄联盟》等递延周期较长的游戏, 《和平精英》也贡献较多递延收益余额的增长, 将在未来确认为游戏收入。

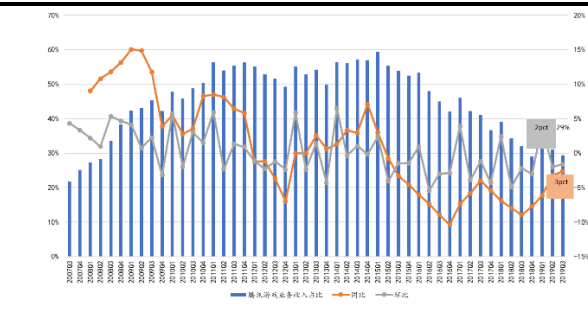
根据游戏工委发布的数据, 19Q3 我国网络游戏市场收入规模达 592.1 亿元, 同比增长 10.5%, 由此推算腾讯 2019Q3 网络游戏收入市占率达 60%, 同比基本持平, 环比下降 1pct。19Q3 共发放游戏版号 291 个, 环比增加 272%, 其中手游 267 个, 端游 15 个, 页游 3 个, 主机游戏 6 个; 腾讯 19Q3 共获得版号 13 个, 环比增加 325%, 其中手游 9 个, 端游 4 个。

图表5: 腾讯网络游戏收入及同环比增幅



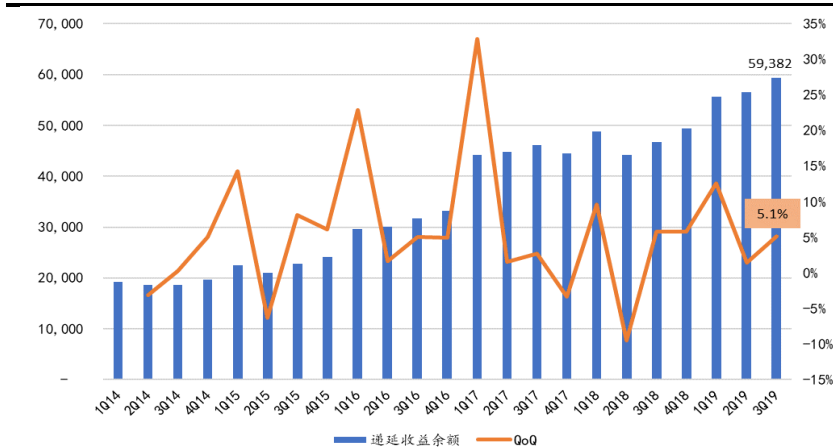
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表6: 腾讯网络游戏收入占比及占比同环比变动



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表7: 腾讯递延收益(百万元)及环比变动



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

19Q3 腾讯手游收入为 243 亿元 (YoY+25%, QoQ+9%), 占手游+端游总收入比为 68% (YoY+7pct, QoQ+3pct)。手游 ARPU 为 185-195 元, 同环比增长 3%。根据腾讯手游收入、ARPU 均值测算, 19Q3 腾讯手游付费用户规模为 1.3 亿 (YoY+21%, QoQ+7%)。同期中国手游市场收入规模为 408.1 亿元, 同比增长 17.7%, 推算腾讯手游收入市场占比 60%, 同比、环比均提升 4pct。

根据游戏工委《2019年第三季度中国游戏产业报告》，19Q3中国移动游戏用户规模为6.3亿人，环比仅增1.6%。根据QuestMobile的数据，19年9月手游行业人均使用时长为853分钟，其中MOBA、MMORPG和音乐类游戏最受欢迎，月人均使用时间分别为259、213、142分钟。就实际销售收入来看，游戏工委测算19Q3中国手游市场规模达408.1亿元，收入同比增加17.7%，受版本号重启的提振，行业发展趋势良好。据伽马数据《2019年中国游戏产业第三季度报告》，19Q3中国手游流水测算Top10中，腾讯有五款游戏上榜，分别是《王者荣耀》、《和平精英》、《跑跑卡丁车官方竞速版》、《龙族幻想》和《完美世界》，其中《王者荣耀》和《和平精英》分别排名第一和第二。

本季度腾讯共上线8款手游，相较Q2的12款，上线进程放缓。上线游戏分别为《跑跑卡丁车官方竞速版》、《Chess Rush》、《权力的游戏：凛冬将至》、《龙族幻想》、《乐高无限》、《王牌战士》、《食物语》、《家国梦》。其中《乐高无限》、《王牌战士》及《家国梦》为自研游戏。《跑跑卡丁车官方竞速版》是腾讯与世纪天成合作的赛车竞速类手游，该游戏沿用老的IP，在七月发布后，连续两周位列AppStore免费类游戏总榜第一名，此后连续两个月占据全平台游戏下载量榜首，截止10月仍保持全平台游戏下载量的前五。

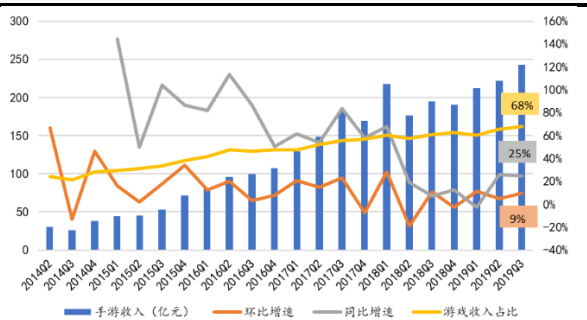
《Chess Rush》是一款腾讯自研的自走棋类游戏，7月4日在海外发行，10月24日以《战歌竞技场》的名字在国内发行。《权力的游戏：凛冬将至》是一款经华纳兄弟正版授权，由游族研发、腾讯独家代理的3D策略手游。它以美剧《权力的游戏》为蓝本，经游族两年制作完成。游戏上市前其官网预约人数已超过1,300万人，上线后连续四天占据AppStore免费类游戏排行榜第二名。《龙族幻想》由一款祖龙娱乐研发、顶尖引擎厂商Epic Games深度参与、腾讯代理发行的RPG游戏。该游戏获江南《龙族》小说授权，画面真实细腻，预约人数超过1,200万。根据七麦数据，游戏上线后，连续多日占据AppStore免费类游戏排行榜第一、游戏畅销榜第二。《乐高无限》是由乐高授权、腾讯自研的3D沙盘类游戏，其玩法类似《我的世界》，但其画风和搭建的设定都充分展现了乐高积木颗粒的特点。上线第二日即登上AppStore免费类游戏排行榜第一。《王牌战士》是腾讯自研的多人射击手游，玩家扮演选择个性迥异的选手，与队友并肩进行团队对抗、据点占领等多种模式对战，游戏上线后连续两周均占据AppStore免费类游戏排行榜前三。《食物语》是一款女性向RPG游戏，它将中华美食拟人化为风度翩翩、温文尔雅的美少年，根据七麦数据，《食物语》一度冲上AppStore游戏榜前二名（免费），单日最高下载量破30万。《家国梦》是腾讯与人民日报为庆祝新中国建国70周年联合开发的一款放置养成类公益游戏，它因为亲民简单的玩法，可以为家乡打榜的设定，以及人民日报的背书，在TapTap上收获了8.8分的评价，上线后一周均维持AppStore游戏榜第一。

19Q4至今腾讯共上线5款手游，分别为《多多自走棋》、《战歌竞技场》、《使命召唤手游》、《狐妖小红娘》和《龙珠最强之战》，此外包括《我的起源》和《雪鹰领主》在内的手游也计划在Q4上线。《多多自走棋》和《战歌竞技场》是两款自走棋类游戏，前者是龙渊网络与巨鸟多多工作室联合研发的自走棋手游，是自走棋游戏的开创者，腾讯10月9日接手代理《多多自走棋》、完成数据迁移后，凭借其强大的宣发能力，《多多自走棋》多日登上AppStore免费游戏榜首；后者是腾讯自研自走棋游戏《Chess Rush》的国内版，它相比一般的自走棋游戏，缺乏经典IP的支持，但它对玩法设定上进行创新，推出了15分钟一局的快节奏模式，能让玩家充分利用碎片时间娱乐，因此在国内开启预约的当天，即取得了TapTap9.6的高分，10月24日开启删档内测。腾讯在短时间内推出多款自走棋类游戏，凸显其在该新型游戏领域进军的决心。《使命召唤手游》是腾讯和动视根据动视的经典IP联合研发的FPS手游，该游戏于2019年10月1日在除中国、越南和比利时之外的地区同比发布，好评如潮，其英文版本占据138个国家及地区iOS总榜第一名；

繁体中文版本取得 8 个东南亚国家及地区的 iOS 榜单榜首。《狐妖小红娘》是腾讯根据国漫同名 IP 打造的自研 RPG 手游，该游戏由迪丽热巴代言，上线首日即登上 AppStore 免费游戏榜第一，但由于游戏建模相对粗糙、原作代入感较弱，其口碑随即遭受断崖式下跌，TapTap 评分仅为 4.1。《龙珠最强之战》是一款获得了龙珠正版授权的 3D 动作手游，它由株式会社万代南梦宫娱乐与巨人网络共同开发、腾讯代理，但游戏评价不高，TapTap 评分仅 3.5 分。

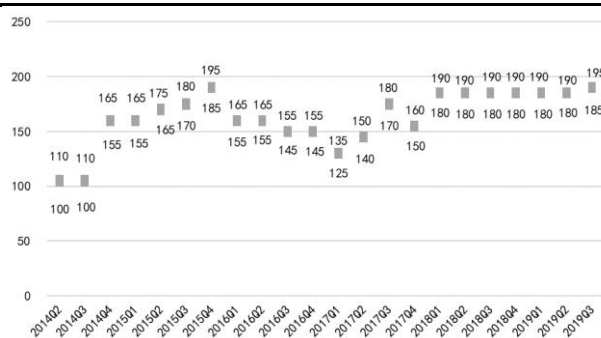
在出海手游方面，国际市场为腾讯游戏收入贡献超过 10%，国际化进程进一步加快。据 SensorTower 的数据，《PUBG Mobile》19Q3 在月度《中国手游下载量 Top30 | 海外 App Store + Google Play》榜单中连续 3 个月位居榜首，展现其在海外市场持续火爆的热度与人气，其下载量在 8 月到达历史性的最高点 4,500 万次，其中印度市场贡献了超过 51% 的下载量，但 9 月回落至 2,250 万次；从收入方面，《PUBG Mobile》在月度《中国手游收入 Top30 | 海外 App Store + Google Play》榜单上自 19 年 1 月起已连续 9 个月蝉联冠军宝座，据测算，随着 8 赛季在 7 月中旬的开战，《PUBG Mobile》游戏收入再创新高，达 8,065 万美元，环比上涨 28%，其中美国收入 3,200 万美元。8 月收入回落至约为 6,312 万美元，9 月的收入约为 7,070 万美元，环比上涨 12%，美国贡献 2320 万美元。随着为了扩大的游戏受众，抢占市场份额，腾讯 19 年以来已在东南亚多国推出低配版的《PUBG Lite》，7 月 25 日，游戏也在印度尼西亚上线，公司计划凭借此款游戏，以更小的空间占用和内存要求，向广阔的新兴市场进军，在发布后的短时间内就获得超过 50 万次的下载量。腾讯和动视联合开发的《使命召唤手游》，10 月 1 日在海外多个国家或地区上线（腾讯负责中国大陆及韩国的发行，东南亚及中国台湾由 Garena 发行，剩余地区由动视发行），首周下载量达 1 亿次，收入约 1,770 万美元。该游戏由于与《PUBG Mobile》在题材玩法上高度重合，可能会对《PUBG Mobile》的收入造成冲击。2019 年 10 月 21 日，腾讯宣布增持 Supercell 并计划并表，其拥有《部落冲突》及《皇室战争》等多款 IP，本季度尚未并表，未对收入及利润产生影响，预计将在 2020 年对业绩产生影响，未来将帮助腾讯游戏收入规模的扩大。

图表8：腾讯手游收入/增速/占游戏收入比



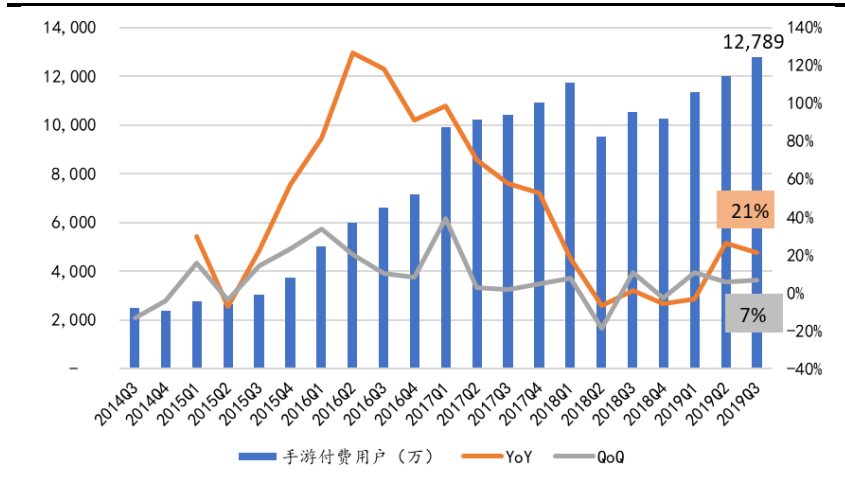
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表9：腾讯手游 ARPU 区间 (元)



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表10: 腾讯手游付费用户数测算及增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

19Q3 腾讯端游收入 115 亿元 (YoY-7%, QoQ-2%), 端游占手游加端游总收入比为 32% (YoY-7pct, QoQ-3pct), 主要下降原因是在《地下城与勇士》的十一周年庆内容更新后, 付费用户数目不及去年。但腾讯凭借核心游戏《英雄联盟》的强大 IP 及活跃用户基础, 其自走棋模式《云顶之弈》在该游戏品类取得全球领先地位。《云顶之弈》增加了《英雄联盟》用户的使用时长, 扩大其国际收入。在中国, 《英雄联盟》的活跃用户及流水收入亦有同比增长。从端游 ARPU 区间来看, ACGs ARPU 区间为 180~640 元, 下限环比减少 5%, 上限环比增加 25%; MMOGs ARPU 区间为 130~1,140 元, 下限环比减少 73%, 上限环比增加 9%。同期我国端游市场收入规模为 156.7 亿元, 同比增长 4.9%, 推算得腾讯端游收入市场占比 73%, 同比下降 10pct, 环比下降 6pct。

图表11: 19年9月中国发行商全球收入排行榜

2019年9月中国手游发行商收入TOP30 | 全球 App Store + Google Play

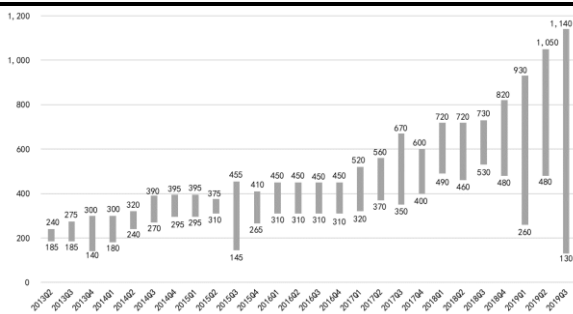
1	腾讯 Tencent	16	乐元素 Happy Elements
2	网易 NetEase	17	阿里游戏 Aligames
3	莉莉丝 Lilith Games	18	卓杭网络 DH Games
4	趣加 FunPlus	19	游族网络 YOOZOO
5	三七互娱 37 Games	20	鹰角网络 Hypergryph
6	龙创悦动 Long Tech	21	悠星网络 Yostar
7	天盟数码 IGG	22	创酷互动 CHUANG COOL
8	紫龙游戏 Zlong Games	23	米哈游 miHoYo
9	完美世界 Perfect World	24	心动网络 X.D. Global
10	哔哩哔哩 bilibili	25	多益网络 Duoyi
11	友塔游戏 Yotta Games	26	海彼网络 HABBY
12	沐瞳科技 Moonton	27	玩友时代 FriendTimes
13	时空幻境 Firecraft	28	壳木软件 Camel Games
14	叠纸游戏 Paper Games	29	梦加网络 Mechanist Games
15	智明星通 ELEX	30	博乐科技 Bole Games

资料来源: Sensor Tower, 方正证券研究所

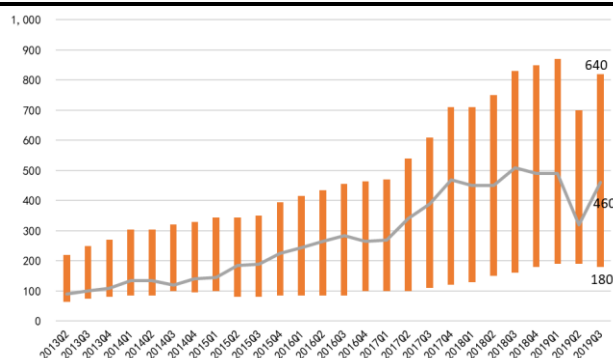
尽管中国端游市场相比手游逐渐萎缩, 腾讯 WeGame 稳定的游戏更新与获取大量著名 IP 的代理权, 维持用户活跃度与黏性。19Q3, 经典 IP 《三国杀》十周年版在 WeGame 上线, 并推出流行的自走棋模式, 以“怀旧”和“潮流”吸引新老玩家; 《剑网3》端游登陆 WeGame 前夕新服预约人数超 140 万庞大的用户基础和 IP 极强的感召力为 WeGame 注入强大的竞争力。《古剑奇谭网络版》正式登陆 WeGame, 全新的门派人像与独特的高自由度玩法为玩家提供更优质流畅的游戏场景。7月23日, 《坦克世界》上线, 带给玩家震撼的画面和真实的战斗体验。经典 RPG 游戏《龙之谷》10月24日登陆 WeGame, 新版本进一步平衡了玩家的装备和属性。国产海战类游戏《海战世

界》10月25日上线 Wegame，上线前，《海战世界》预约人数超过100万，新版本平衡了游戏的可玩性，与《战争雷霆》《坦克世界》一起，补齐了 Wegame 的“海陆空”战争游戏。此外，多款解谜类游戏及独立游戏的上线如《觅》等，也丰富了 WeGame 的游戏种类，为不同的玩家带来更多样化的体验。7月12日，WeGame 上线“手机畅玩电脑游戏”功能，玩家在手机上也能获得 PC 端游的高清画质体验，虽然现在只能支持部分游戏，但未来会向更多游戏开放。“小屏”与“大屏”间的打通，使传统端游和新型手游之间优势互补，创造了巨大的想象空间。

图表12: 腾讯 MMOGs ARPU 区间 (元)



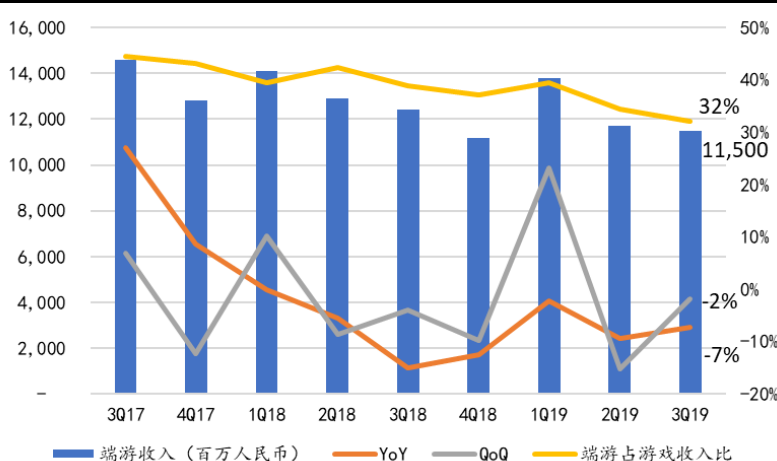
图表13: 腾讯 ACGs ARPU 区间 (元)



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表14: 腾讯端游收入/增速/占游戏收入比



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

2.2 游戏行业政策及游戏版号储备

19Q3 至今，广电总局共针对国内、国外游戏公布 15 次版号，共计 291 款游戏。腾讯 Q3 至今共获 7 款国产手游版号，分别为《长空暗影》、《见》、《洼》、《维恩的最后零件》、《末剑二》、《家国梦》和《蜡烛人》，6 款进口手游《腾讯雪鹰领主》、《斗破苍穹：异火重燃》、《狐妖小红娘》、《猎人》、《仙剑奇侠传 4》和《王牌战士》，4 款进口端游《战场女武神》、《纸境奇缘》、《足球在线 4》和《火箭联盟》，1 款进口主机游戏《新 超级马力欧兄弟 U 豪华版》。目前腾讯游戏储备中共有 15 款 ACGs (其中 14 款获得版号)，1 款 MMOGs (1 款版号)，21 款手游 (15 款版号)。

图表 15: 2019Q3 腾讯新游戏上线情况

游戏名	上线时间	游戏类型	手游/端游	代理/自研	最高免费榜排名	最高畅销榜排名	有无版号	备注
Chess Rush	2019年7月3日	战略	手游	自研	433	636	无	
跑跑卡丁车官方竞速版	2019年7月4日	RAC	手游	代理	1	1	有	
权力的游戏: 凛冬将至	2019年7月8日	策略	手游	代理	2	6	有	5天内连续3次获得苹果App Store官方推荐, 长期居于SLG品类下载榜单头部位置。
古剑奇谭网络版	2019年7月8日	RPG	端游	代理	-	-	有	
打造世界	2019年7月12日	模拟经营	端游	代理	-	-	有	
龙族幻想	2019年7月18日	RPG	手游	代理	1	2	有	预约人数超过1,200万。
乐高无限	2019年7月19日	沙盘模拟	手游	自研	1	-	无	8月登顶Appstore总榜榜首
坦克世界	2019年7月23日	TPS	端游	代理	-	-	有	
月圆之夜	2019年7月26日	策略	端游	代理	-	-	有	
王牌战士	2019年8月13日	FPS	手游	自研	1	24	有	8月登顶Appstore总榜榜首
食物语	2019年9月3日	养成	手游	代理	2	8	有	一度冲上 App Store 游戏榜前二名(免费), 单日最高下载量破30万。
利刃	2019年9月3日	动作	端游	代理	-	-	有	
灵魂之桥	2019年9月11日	冒险	端游	代理	-	-	有	
罗比与神秘之球	2019年9月19日	冒险	端游	代理	-	-	有	
家国梦	2019年9月24日	休闲放置	手游	自研	1	-	有	上线后连续一周登顶AppStore总榜TOP10
真三国无双online	2019年9月24日	动作	端游	代理	-	-	有	

资料来源: 腾讯移动游戏中心, 七麦, 方正证券研究所

图表 16: 2019Q4 已上线游戏 (截至 2019 年 11 月 07 日)

游戏名	上线时间	游戏类型	手游/端游	代理/自研	最高免费榜排名	最高畅销榜排名	有无版号	备注
使命召唤手游	2019年10月1日	FPS	手游	自研	1	-	无	其英文版本占据138个国家及地区iOS总榜第一名; 繁体中文版本取得8个东南亚国家及地区的iOS榜单冠军。
歌利亚巨人	2019年10月10日	RPG	端游	代理	-	-	有	
多多自走棋	2019年10月11日	战略	手游	代理	1	33	有	
火箭联盟	2019年10月15日	休闲竞技	端游	代理	-	-	有	
战歌竞技场	2019年10月24日	战略	手游	自研	-	-	无	《Chess Rush》的国内版
龙之谷	2019年10月24日	RPG	端游	代理	-	-	有	
海战世界	2019年10月25日	TPS	端游	代理	-	-	有	
觅	2019年10月27日	解密	端游	代理	-	-	有	
狐妖小红娘	2019年10月31日	RPG	手游	自研	1	7	有	TapTap评分仅为4.1
南瓜世界2九龙城堡	2019年11月1日	策略	端游	代理	-	-	有	
龙珠最强之战	2019年11月5日	卡牌	手游	代理	1	8	有	TapTap评分仅3.5分

资料来源: 腾讯移动游戏中心, 七麦, 方正证券研究所

图表 17: 腾讯游戏储备

AGGs	游戏类型	自研/代理	是否获版号	手机游戏	游戏类型	自研/代理	是否获版号	手机游戏	游戏类型	自研/代理	是否获版号
大源计划	FPS	代理	是	石器时代	MMORPG	代理	是	使命召唤手	FPS	自研	否
虚幻争霸	MOBA	代理	是	地下城勇士	RPG	代理	是	荒野乱斗	MOBA	自研	否
百变球球	动作	代理	是	天堂II: 革命	MMORPG	代理	是	愤怒的小鸟	休闲	代理	是
堡垒之夜	FPS	代理	是	极品飞车OL	竞速	代理	是	龙之谷2	RPG	代理	是
生存王者	FPS	代理	是	剑侠情缘2	RPG	代理	是	我的英雄学	RPG	代理	是
绝地求生	FPS	代理	是	雪鹰领主手游	RPG	自研	是	魔方自走棋	自走棋	代理	否
手工星球	沙盘	代理	是	一人之下	RPG	自研	是				
艾兰岛	沙盘	代理	是	全职猎人	RPG	代理	是				
罗博造造	沙盘	代理	是	狐妖小红娘	RPG	自研	是				
万智牌: 竞技场	TCG	代理	是	光明勇士	RPG	代理	是				
无限法则	FPS	自研	否	秦时明月手游	RPG	自研	否				
穿越火线HD	FPS	代理	是	街机OL	卡牌	自研	否				
冠军盛典	MOBA	代理	是	天涯明月刀手游	RPG	自研	否				
怪物猎人: 世界	RPG	代理	是	龙珠最强之战	RPG	代理	是				
彩虹六号: 围攻	FPS	代理	是	恋世界	恋爱	代理	是				

资料来源: 公司产品列表, 腾讯移动游戏中心, 方正证券研究所

3 拓宽小程序入口和投放精准度的优化提升用户留存与转换, 相关制度完善和内容升级强化用户体验, 深化广告、电商变现

19Q3 以来, 微信通过“浮窗”、“一物一码”以及和三星等平台的合作, 拓宽小程序入口; 进一步规范了小程序相关的审批、发布制度, 提高了效率和小程序的服务质量; 利用好物圈和小程序的“用户引导”, 提高商品宣传投放的精准度。

19Q3, 360 推出小程序后, 共有 9 家平台推出自有小程序功能, 18 年同期仅有两家。据 QuestMobile 的数据, 截至 19 年 9 月份, 小程序的月人均使用时长达到了 54 分钟, 与 19 年 1 月相比, 提升 1.3%, 手机游戏和移动购物成为微信小程序中最活跃的两大行业。在可预见的未来, 微信小程序将借助微信的流量优势转换为平台优势实现全景流量布局, 实现自身商业价值。

19 年 7 月份, 微信更新后的“浮窗”功能将范围扩大至小程序, 该功能上线第二天访问量增加 14.4%。7 月 16 日, 微信正式开放“一物一码”能力, 用户可通过商品二维码转换为品牌小程序的入口, 拓

展商家获客渠道,使之可以更高效地连接消费者。微信证件 OCR 识别功能推出,目前可以进行身份证、银行卡和驾驶证的识别,该功能有望提升公共服务和金融服务等领域的办事效率。8 月份,微信小程序提供后台定位功能,该功能在经用户许可后,当用户退出小程序,小程序仍可以浮窗形态获取用户位置信息持续提供信息,以满足用户导航、路线记录等服务需求。QQ 小程序打通微信分享,QQ 小程序可以借助微信的流量优势获取更多的用户。微信和三星合作,开启了“负一屏卡片”和“微信小程序侧屏”两个新的进入小程序的入口,用户只要在三星手机桌面“左滑”或者“右拉”,即能一键进入微信小程序。为进一步满足小程序开发者多样化的需求,实现小程序开发工具的变现,小程序云开发在保持现有免费的基础版不变的情况下,新推出了专业版、旗舰版、企业版和豪华版,供开发者选择。9 月,微信小程序推出快速过审机制,对于三方商务旗下小程序的审核将实行抽样预审,预审表现好的其总审核时长将不超过 12 小时,反之则会延迟审核 3-7 天;遇突发事件需紧急处理时,商户可走“绿色通道”,最快 2 小时完成审核,这使商家可以更方便地对小程序进行紧急维护,提升小程序的服务质量。10 月,微信小程序加强了对于小程序的管理,重点清理过于分散的、不可控的不健康外链。10 月 18 日,微信对《微信外部链接内容管理规范》进行升级,新增四项内容:1) 不可违规使用用户头像;2) 不可诱导、误导下载或跳转其他内容;3) 不可以进行好友助力、加速、砍价等活动;4) 不可违规拼团。10 月 21 日,微信的 PC 端更新,用户可以直接在 PC 端打开小程序,并能同步展示手机正在浏览的内容和浮窗内容。QQ 小程序宣布开放通过小程序一键发表说的功能,该功能有望通过 QQ 空间平台予以 QQ 小程序更多的曝光度。广告方面,7 月,微盟联合腾讯广告推出“腾盟计划”,该计划结合腾讯广告的平台流量和精准营销优势与微盟的具有履约监管和担保功能的支付体系,利用微信的朋友圈、公众号和小程序多维获客后,结合微盟担保、货到付款、支付营销等手段完成用户转换,最后通过数据的监控、追踪、分析反哺获客渠道,构筑私域流量获取和营销的闭环。8 月,商户可以在小程序内通过“用户引导”(商家设置,在用户首次使用小程序时会弹出一个类似偏好调查的弹窗),了解用户的兴趣,并在用户授权后根据用户兴趣进行不同的消息精准推送,提高用户的留存转化。9 月,微信将“视频前贴广告组件”和“视频广告组件”向非游戏类小程序开放,这将为视频内容小程序获得更丰富的应用场景和广告收益。

电商方面,7 月 AR 效果被引进小程序,目前在美妆领域已有使用,未来预计将在地产、广告等领域给消费者带来更真实的体验。8 月,微信好物圈推出“推荐”功能,用户可加入“美妆”、“时尚”、“美食”、“在路上”、“读书”、“摄影”和“亲子”等七个精选话题,由系统向用户推荐该话题下的圈子,加入圈子后可以看见由好友推荐的商品集合。同时“圈子”也建立了与公众号的联系,公众号可以推荐“圈子”为好物圈制造热度。这个功能有望实现微信好物圈商品的精准投放,提升用户的消费欲望,以社交手段推进电商卖货能力。9 月,微信小程序内嵌入腾讯直播,粉丝可以在看品牌主直播的时候,快速切换入该品牌的小程序中购买商品,实现直播和商城小程序的无缝连接。好物圈进一步开放了注册功能,商户可以通过申请和好友邀请创建自己的圈子。根据阿拉丁 10 月公布的 TOP100 排行榜,电商已经成为小程序的第一大行业,并且在双十一前夕,电商类小程序排名大幅上升,可以预见今年小程序将成为双十一大战的重要参与者。

4 19Q3 IP 爆款独播剧推动社交网络收入上升;2020 年头部内容储备围绕精品 IP

19Q3 增值服务收入 506.29 亿元 (YoY+15%, QoQ+5%),其中社交网络收入为 220.25 亿元 (YoY+21%, QoQ+6%),占增值服务收入的 44%,占总收入的比重为 23%。

19Q3, 腾讯视频的订阅用户数为 1.002 亿 (YoY+22%, QoQ+3%), 同比增长原因主要由于精细化的内容运营以及内容领先地位的进一步强化。

继 19Q2, 多渠道布局全景流量依然为在线视频发展的趋势, 据未去重用户规模测算, 2019 年 8 月腾讯视频用户中有 7.2% 由微信小程序接入, 爱奇艺、优酷视频来自微信小程序的用户比例分别为 2.0% 和 4.0% (后两者分别还接入百度小程序和支付宝小程序, 且接入的用户比例较 19 年 6 月均有所增加)。随着小程序的快速发展与众多玩家的不断加码, 布局全景生态预计将为头部视频带来可观的流量。与 19Q2 相比, 19Q3 上线播出的头部剧集总播放量环比提升显著。据云合数据对 2019 年连续剧的分析, 19Q3 上线播放的电视剧中, 多平台播放的《亲爱的, 热爱的》和《小欢喜》以及腾讯视频独播的《陈情令》位列云合数据正片有效播放市场榜单的前十名, 其中《亲爱的, 热爱的》位列第三。根据艺恩数据显示, 截至 2019.11.6, 《亲爱的, 热爱的》和《陈情令》的累计播放量分别为 72.0/64.9 亿, 《小欢喜》累计播放量 39.1 亿。此外, 19Q3, 腾讯视频独播的《全职高手》与多平台播出的《九州缥缈录》表现较优, 据艺恩数据, 其播放量分别达到 31.8/21.0 亿。根据艺恩数据, 19Q3, 腾讯独播剧《陈情令》和《全职高手》表现强势, 位列播映指数 TOP3, 优酷独播剧《长安十二时辰》、爱奇艺独播剧《宸汐缘》分别位列播映指数第四、第十三。综艺方面, 据云合数据, 19Q3 多平台上线的《中国好声音 2019》、19Q3 爱奇艺独播的《中国新说唱第二季》, 截至 19Q3 位列综艺正片有效播放市占率前十。根据云合数据, 2019 年至今, 19Q1 上线的爱奇艺独播网络综艺《青春有你》位列网络综艺正片全年有效播放市占率第一, 19Q2 上线的优酷独播网综《这就是街舞》第二季位列第二。19Q2 上线的腾讯独播网综《创造营 2019》位列第五。19Q3 腾讯独播的网络综艺《明日之子第三季》排名第九, 前台播放量为 37.1 亿, 较《创造营 2019》低约 4 亿。动漫方面, Q3 持续更新的《画江湖之不良人第三季》与《斗破苍穹》第三季, 截至 2019.11.6 累计播放量分别为 14.1 亿与 8.9 亿。

《陈情令》大爆使得腾讯视频在会员增值服务及 IP 衍生内容上获取高额收益: 约 235 万网友购买了剧集的超前点播特权, 产生收入近亿; 11 月 2 日 326 万人付费看《陈情令国风演唱会》, 收入近亿。据艺恩数据的报告, 在 19 年 10 月热播网络剧播映指数 Top10 中, 腾讯占四席, 其中独播剧《没有秘密的你》和《明月照我心》分列第一、第二, 多平台剧《十年三月三十日》、《满满喜欢你》分列第六、第九。综艺方面, 腾讯自制《明日之子·水晶时代》在 19Q3 持续火爆, 相关话题多次登顶微博热搜榜榜首, 媒体热度、用户热度高; 19Q3 上线腾讯独播综艺《脱口秀大会第二季》, 获用户关注与热捧。动漫方面, 腾讯以国漫 IP 为核心, 通过打通二次元与三次元的“2+3”营销模式为品牌赋能, 以动画正片、衍生短视频、漫画、小说、周边、动漫社区、线下活动等组成丰富的产品线, 形成消费体验的闭环。

在内容出海方面, 腾讯陆续在泰国、印尼、印度等市场推出视频流媒体服务 WeTV, 提供来自企鹅影视的原创内容。目前正式上线运营近半年的 WeTV 已在泰国播出优质自制剧集《陈情令》与《致我们暖暖的小时光》等, 多次登上当地 Twitter 热搜。腾讯将渠道合作式内容出海转变成为了自制、自销的全新“制播出海”。

在国漫具体分类方面, 截至 19Q3 全网国漫播放量 Top10 中, 腾讯视频实现 100% 覆盖, 其中 4 部为独播。

在职业体育赛事版权引进方面, 腾讯继续作为“NBA 中国数字媒体独家官方合作伙伴”, 拥有主要篮球版权资源。2019 年 4 月-6 月, NBA 季后赛期间腾讯体育日均活跃用户规模 1,972.6 万, 较 4 月前非比赛期间上涨约 30%; 2019 年 8 月-9 月, 男篮世界杯期间, 腾讯体育日均活跃用户规模 1,375.2 万, 较 7 月非比赛期间上涨约 30%。2019 年 10 月 4 日, NBA 事件发酵后, 10 月 8 日腾讯宣布为 2019 年 9 月 7 日之后开通火箭球队特权包且还未更改球队包选择的用户进行退款。14 日腾讯体育恢复除火箭队外的 NBA 比赛直播。

在跨平台生态化超级会员权益方面，腾讯视频已经与京东 Plus 会员体系达成在付费会员、积分权益、成长体系以及大屏生态合作方面较完善的跨界合作；腾讯视频 VIP 已分别推出与美团会员、苏宁 SUPER 会员以及喜马拉雅的联合会员服务，以跨界合作的形式提升会员价值。2019 年 8 月，腾讯视频与同程艺龙达成战略合作，将腾讯视频 VIP 权益引入同程艺龙黑鲸会员权益中，采用“出行+娱乐”的模式为会员提供出行附加服务。同时，爱奇艺、优酷也加速类似布局，爱奇艺拥有与苏宁 SUPER 会员的联合会员、与京东 Plus 的联合会员以及与携程会员的联合会员，分别实现会员权益的双向打通，优酷已融入阿里生态“88 会员”内，并于 2019 年 6 月宣布将与华为在内容分发、帐号互通、联合宣发、多屏互动等方面进行深度合作。

图表 18: 电视连续剧年累计正片有效播放市占率 TOP10 (截至 19.11.07)

排名	剧名	正片有效播放市占率	集数	开播日期	网络播放量	网络播放市占率	播放平台
1	庆余年	2.81%	37 集	2019/12/05	140,255 万	119.47%	腾讯视频
2	长安十二时辰	2.18%	25 集	2019/03/01	86,537 万	69.11%	腾讯视频
3	陈情令	1.88%	12 集	2019/07/09	81,762 万	71.75%	腾讯视频
4	庆余年	1.82%	21 集	2019/04/08	95,127 万	64.15%	腾讯视频
5	破冰行动	1.32%	18 集	2019/05/07	27,725 万	-	腾讯视频
6	小欢喜	1.28%	30 集	2019/01/08	57,625 万	56.69%	腾讯视频
7	小别离	1.17%	96 集	2019/07/21	28,125 万	38.93%	腾讯视频
8	少年派	1.08%	12 集	2019/06/09	48,532 万	41.26%	腾讯视频
9	庆余年	0.81%	18 集	2019/06/27	131,387 万	64.82%	腾讯视频
10	破冰	0.8%	28 集	2019/01/03	16,565 万	-	腾讯视频

资料来源: 云合数据, 方正证券研究所

图表 19: 2020 年腾讯视频内容清单

内容类型	片名	题材	片名	题材	内容类型	片名	题材	内容类型	片名	题材	内容类型	片名	题材		
电视剧	《三十而已》	女性励志	《你是我的命中注定》	青春	综艺	《创造营 2020》	选秀	纪录片	《风味人间》第二季	美食	少儿动画	《山河剑心》	网文改编		
	《赘婿》	女性励志	《大唐女儿行》	青春		《明日之子》第四季	选秀		《人间世》第二季	真人秀		《冬奥之约》	美食	《不思议》	原创
	《我的漂亮朋友》	女性励志	《由我》	青春		《认真的嘎嘎们》	选秀		《演员请就位》	综艺竞演		《沸腾吧火锅》	美食	《我的宝藏男孩》	漫画改编
	《三生三世枕上书》	女性励志	《仲夏满天星》	青春		《心动的信号》第三季	情感观察		《忘不了餐厅》第二季	公益		《小孩子的秘密生活》	教育	《西游记》第二季	漫画改编
	《有翡》	女性励志	《三伏》	奇幻		《一本好书》第三季	情感观察		《炙热的我们》	音乐竞技		《真实生长》	教育	《首席领风》	网文改编
	《燕云台》	女性励志	《不完美的她》	奇幻		《一本好书》第三季	历史文化		《超越基金会》第二季	体育运动		《我的留学日记》	教育	《星定》第二季	网文改编
	《繁花》	纪实时代	《全职高手 2》	奇幻		《脱口秀大会》第三季	脱口秀		《奔跑吧》第四季	真人秀		《我们的浪潮》	潮流文化	《宝物降临》	
	《大江大河 2》	纪实时代	《曾文大梅》	奇幻		《吐槽大会》第四季	脱口秀		《中餐厅》第四季	真人秀		《是面包，是空气，是奇迹啊》第二季	潮流文化	《神奇图书馆》	
	《刘老根 3》	纪实时代	《穿越火线》	奇幻		《拜托了冰姐》第六季	访谈		《王牌对王牌》第五季	真人秀		《从故宫到博物馆》	历史	《deep in the bowl》	
	《人民的财产》	纪实时代	《绝命毒师》	奇幻		《我要打篮球》第二季	体育运动		《极限挑战》第六季	真人秀		《敦煌》	历史	《Diamond》	
	《精英律师》	纪实时代	《爱思小侦探案集》	悬疑		《极限挑战》第六季	体育运动		《十一少年的秋天-炸裂狂想曲》	真人秀		《七个世界，一个星球》	自然	《腾讯电竞》	
	《特殊使命》	纪实时代	《暴风眼》	反谍		《十一少年的秋天-炸裂狂想曲》	真人秀		《精神百倍 20 岁 带你去我家》	真人秀		《小宠物》	萌宠	《红墙秘闻》	
	《新世代》	纪实时代				《精神百倍 20 岁 带你去我家》	真人秀		《我要当老板》	真人秀		《冬奥之约》	美食	《冰雪奇缘》	
	《锦心似玉》	纪实时代				《我要当老板》	真人秀		《德云探案社》	真人秀		《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》	
	《使徒行者 3》	纪实时代				《我和我的经纪人》第二季	真人秀		《我和我的经纪人》第二季	真人秀		《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》	
《暗杀》	纪实时代			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					
《反骨》	悬疑惊悚			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					
《孤城闭》	悬疑惊悚			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					
《大秦帝国之天下》	悬疑惊悚			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					
《斗罗大陆》	悬疑惊悚			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					
《将夜 2》	悬疑惊悚			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					
《余生请多指教》	青春			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					
《青春有你 3》	青春			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					
《斛珠夫人》	青春			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					
《莲花楼》	青春			《令人动容的 OFFER》	真人秀	《令人动容的 OFFER》	真人秀	《冬奥之约》	美食	《冬奥之约》					

资料来源: 2020 腾讯 V 视界大会, 方正证券研究所

根据 2020 腾讯 V 视界大会，基于对用户日益“挑剔”的行为趋势，腾讯视频将利用产业链优势，从原著 IP 到后续衍生内容，吸引用户消费力，形成品质化内容矩阵。在剧集方面，女性题材剧《三十而已》颇受关注，目前微博话题阅读量 2.8 亿。《繁花》为最新一部被影视化的茅盾文学奖获奖作品，有望取得高口碑。青春剧《余生，请多指教》网络热度高，相关话题多次位列微博热搜榜首。此外，针对建党 100 周年特殊时期，腾讯视频储备了针对重大革命、重大历史、重大现实题材的待播剧，如《瞄准》、《特战荣耀》、《新世界》等。在综艺方面，腾讯视频将从“超级 IP”、“新秀 plus”、“年轻精英需求”三个维度切入。基于“超级 IP”维度，腾讯视频将在 2020 年继续延续超级 IP《创造营》和《明日之子》。基于“新秀 plus”，2019 年 10 月热播的《演员请就位》及 2020 将播的《脱口秀大会》第三季、《认真的嘎嘎们》等将致力于发掘新秀。基于“年轻精英需求”，腾讯视频推出中国首档律政职场观察类真人秀《令人动容的 offer》、高能商战真人秀《代号 K 计划》等。在动漫方面，

腾讯视频将继续致力于打造国漫第一平台，升级现有系列化 IP《斗罗大陆》、《全职高手》，并推出国内首部互动动画项目《紫川》。短视频方面，据 QuestMobile 的报告，19 年 9 月，短视频行业 MAU 已达 8.10 亿，同比增长 24.8%。同时，随着短视频 MAU 爆发式增长的还有短视频月人均使用时长，19 年 9 月，月人均使用时长同比增量为 269.5 分钟，同比增长 22.1%，音乐游戏、音乐播放器、同性交友等月人均使用时长都低于短视频。19 年 9 月，短视频行业月人均使用 App 个数 2 个及以上用户占 38%。用户同时观看两个及以上短视频 App 的原因中，66% 用户认为不同平台有不同侧重，48% 用户表示不同平台都有关注的人，竞争进一步加剧。

据 QuestMobile 的数据，2019 年 9 月，短视频行业头部 App 抖音、快手 MAU 分别达 4.8 亿、3.4 亿，同比增长分别为 109%、31%。根据 36 氪 8 月 1 日报道，快手与抖音的用户留存约 80%，微视 43%。微视的 PV（页面访问量）、用户使用时长均在抖音 1/4 的量级，微视与抖音、快手在 MAU、用户留存率、用户使用时长仍然存在较大差距。2019 年 8 月 28 日，微视推出“邀好友赚万元赏金”推广活动，持续一个月，首次将现金激励扩展到了未进入产品的新用户。

5 宏观环境和剧集排播不确定性因素仍在，媒体广告下滑显著，短期仍将面对较大压力；社交广告本季同比依然受益于广告曝光量提升，未来微信广告位潜力仍待释放

19Q3 网络广告业务收入达 183.66 亿元 (YoY+13%，QoQ+12%)，增速环比下降 11pct，占营收比 19% (YoY-1pct，QoQ+1pct)。媒体广告收入达 36.50 亿元 (YoY-28%，QoQ-17%)，占网络广告 20% (YoY-12pct，QoQ-7pct)，占总营收比 4%；社交及其他广告 147.16 亿元 (YoY+32%，QoQ+23%)，占网络广告 80% (YoY+11pct，QoQ+7pct)，占总营收比 15%。社交广告占广告收入比继续提升。广告收入的同比增速进一步放缓主要由于媒体广告收入的同比下滑，受宏观环境及内容排播、招商的不确定性导致。广告收入的环比增加主要受 Q3 游戏领域、网络教育、电子商务促销行业广告主的强劲需求所致。

(1) 媒体广告收入的同比下降主要受部分热门剧集延播影响。然而，移动端稳定的 DAU 使得广告加载量增加，腾讯视频应用内的信息流广告同环比增长。

(2) 社交及其他广告收入的增长主要在于日活账户数和广告曝光量的增长。主要受微信朋友圈、微信小程序的广告收入增长推动。微信朋友圈的广告收入更多地由库存量驱动增长；微信小程序 DAU 持续走高，19Q3 超 3 亿，且推出插屏广告、视频贴片广告的新格式，使得广告曝光量增长。10 月，微信广告产品进行了三个方面的升级：1) 升级落地页能力，缩短了转换路径；2) 朋友圈“行动式卡片”推出，广告视频时间提高，可点击区域变大；3) 新增“标签广场”，更精准地向目标人群投放广告。

(3) 腾讯将利用丰富的数据库在各个平台精准投放用户可能感兴趣的广告内容来实现长期增长。

6 金融科技业务收入增长 38%，成为收入增长核心引擎；理财通用户同比增长超一倍，云服务收入持续高速增长，季度增速领先阿里云

19Q3 金融科技及企业服务收入为 267.58 亿元 (YoY+38%，QoQ+17%)，占收入比 28%。

19Q3 用户在平台的金融活动更加活跃，现金流转增加：消费支付方面，随着垂直领域商户规模的扩大，日活跃消费用户及单用户交易金额均有提升，促进了交易笔数（尤其线下）及交易金额的提升，支付业务的 DAU 和 MAU 皆位列第一。19Q3 理财通用户数同比增长超一倍，使得用户累计资产快速增长。用户忠诚度上升，将零钱存于微信支付余额、零钱通中意愿增强，但同时短期内将减少公司

通过用户提现而获得的手续费收入。公司对理财通、微信支付等商业支付服务将持续进行创新以扩大市场份额。

在金融服务方面，2019年8月26日，微信支付在重庆智博会上发布搭载了扫码器、双面屏的智能商业硬件“微信青蛙Pro”。此外，微信支付推出“互动海报”等多行业专属新功能，建立了门店智能硬件入口与微信大生态的连接。

2019年10月，腾讯推出了We TaxFree Pass微信小程序，使得入境游客在离境时能够使用微信退税；2019年11月，腾讯在央行政策指引下，与Visa、Mastercard、American Express、Discover Global Network（含Diners Club）、JCB五大国际卡组织开展系列合作，使得以上国际信用卡绑定微信支付。目前已支持用户在12306购票、滴滴出行、京东、携程等涉及的商户消费，后续将在政策、监管指导下进一步开放其他功能，以实现更多场景下的使用。

在云服务方面，19Q3云收入实现47亿元，同比增长80%，主要由于现有客户需求增长以及客户群基础的扩大，新增的客户群分布于教育、金融、民生服务、零售行业等。随着云服务规模的扩大，腾讯将致力于优化产业链，加强上游供应链的合作关系，提升运营效率。2019年10月，腾讯在“全球数字生态大会成都峰会”上发布SaaS生态“千帆计划”，将通过整合腾讯内部资源、与外部SaaS厂商合作，建立生态。

根据IDC《中国公有云服务市场（2019上半年）跟踪》报告，19H1中国公有云服务整体市场规模（IaaS/PaaS/SaaS）为54.2亿美元，较18H1同比增长约80%。从IaaS+PaaS市场份额来看，腾讯仍位列市场份额占比的第二，阿里位列第一。随着2019年6月5G商用牌照的下发，5G技术高速率、低时延等特性将在云服务领域广泛应用，未来“云+AI+5G”的技术组合也将成为决定中国公有云服务市场发展的关键因素。

在云计算方面，Serverless技术为腾讯云的重点发力领域之一。Serverless由开发者实现的服务端逻辑运行在无状态的计算容器中，由事件触发，完全被第三方管理，其业务层面的状态被开发者使用的数据库和存储资源所记录。在现阶段，Serverless主要应用在以下场景：开发者构建可弹性扩展、高可用的移动或Web后端应用服务、任何事件驱动的用例包括物联网、聊天机器人等。2019年11月6日，腾讯云在首届Techo开发者大会上宣布与Serverless开发平台达成战略合作，为Serverless在大中华区的独家合作伙伴。Serverless开发平台用于构建和运行无服务器应用程序，在全球提供完整解决方案。截至目前，Serverless.com的活跃应用程序达百万，网页提供工具的日下载量达五万。未来，腾讯云将与Serverless.com合作，共同开发下一代无服务器计算开发平台Serverless Cloud。开发者可通过Serverless Cloud，利用相关的无服务器框架，快速、低成本地实现业务部署。

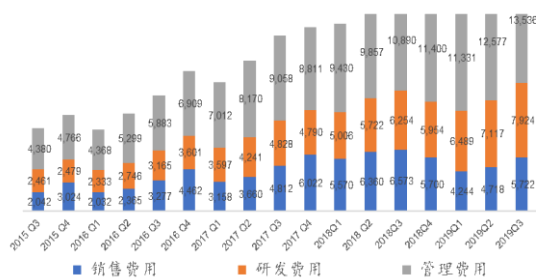
在企业服务方面，腾讯云在游戏、电商、短视频、直播、生活等多领域始终位居市场第一阵营。在政务领域，19年7月，腾讯云发布了政务业务品牌“WeCity未来城市”，规划了“1+3+4”的总体架构，“1”为基础云，“3”为涵盖应用中台，数据中台，人工智能中台的三大中台，“4”为涵盖数字政务，城市治理，城市决策，产业互联的四大领域。此前中标的长沙城市超级大脑项目为“WeCity未来城市”的首个落地项目。在教育领域，据2019年9月深圳罗湖区政府发布公告，腾讯云已获得该区智慧教育云平台的运营项目，这是迄今中国教育垂直领域最大的纯软件项目。在体育赛事领域，腾讯云曾为扬州国际半程马拉松赛开发有关赛事管理、大数据辅助的平台，2021年又将与成都大运会合作，共建智慧赛事。在金融领域，腾讯云与中国银行、中国建设银行、富邦华一银行等企业达成战略合作；工业领域，腾讯云携手富士康、中国商飞共同探索“智慧工业”。

7 毛利率同环比基本持平，投资收益同环比骤降，营业利润率及净利率下滑明显

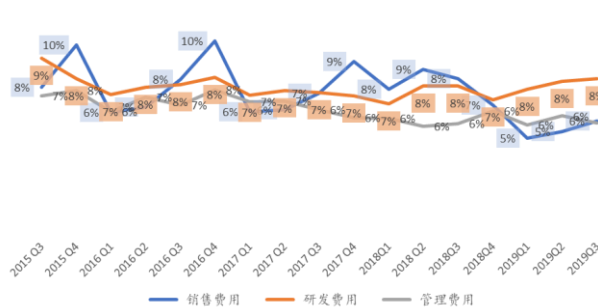
7.1 成本费用

19Q3 公司收入成本达 547.57 亿元, 同比增长 21%, 环比增长 10%, 同比增长主要反映了较高的内容成本、金融科技服务成本以及渠道成本, 占收入比重为 56.3% (YoY+0.3pct, QoQ+0.4pct)。增值服务收入成本 244.02 亿元 (YoY+27%, QoQ+7%), 增长主要由直播、视频流媒体及网络游戏等产品的内容成本增加以及手机游戏渠道成本的增加驱动。金融科技及企业服务收入成本 193.39 亿元 (YoY+31%, QoQ+11%), 同比增长主要受金融科技及云服务业务规模的扩展所推动; 环比增长主要反映了商业支付服务规模的增长导致相关金融科技服务成本的增加。网络广告收入成本 94.11 亿元 (YoY-8%, QoQ+12%), 同比减少主要受到剧集排播不稳定, 导致广告内容成本下降; 环比增加的原因则主要是 19Q3 相较于 19Q2 播出了更多的连续剧以及自制综艺节目导致的视频广告内容成本的增加。其他业务收入成本 16.05 亿元 (YoY-90%, QoQ+47%)。19Q3 营销费用 57.22 亿元, 同比下降 13%, 主要由于内部精细化运营, 减少成效低的推广活动; 环比上涨 21%, 主要由于 19Q3 更多剧集集中播出、手游及金融科技服务而导致的推广费增加。营销费用占收入比例为 6% (YoY-2pct, QoQ+1pct)。公司一般及行政支出 135.36 亿元 (包含研发费用) (YoY+24%, QoQ+8%), 一般及行政支出占收入比为 14% (YoY 持平, QoQ 持平)。其中研发费用 79 亿元 (YoY+27%, QoQ+11%) 占收入比 8% (YoY 持平, QoQ 持平), 除去研发费用后的一般行政支出费用 56.12 亿元 (YoY+21%, QoQ+3%)。

图表20: 经营费用 (百万元)



图表21: 各项费用占收入比例



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

7.2 利润率及其他财务指标

19Q3 毛利 424.79 亿元 (YoY+20%, QoQ+9%), 毛利率 43.7% (YoY-0.3pct, QoQ-0.4pct)。增值服务毛利率 51.8% (YoY-4.7pct, QoQ-0.8pct), 金融科技及企业服务毛利率 27.7% (YoY+2.6pct, QoQ+3.7pct), 网络广告毛利率 48.8% (YoY+12.0pct, QoQ+0.1pct), 其他业务毛利率-8.2% (YoY-31.0pct, QoQ-32.8pct)。

受到端游收入下跌的影响, 高毛利的游戏收入占总收入比重同比下滑 3pct, 环比下滑 2pct, 导致增值服务毛利率同比下降; 环比下降则由端游季节性收入减少, 以及视频流媒体本季新剧集中播出等内容成本、手机游戏渠道成本的增加导致。

GAAP 利润及利润率情况: 公司 19Q3 实现营业利润 258.27 亿元 (YoY-7%, QoQ-6%), 归母净利润 203.82 亿元 (YoY-13%, QoQ-16%)。19Q3 营业利润率为 26.6% (YoY-8.0pct, QoQ-4.4pct), 净利率 21.0% (YoY-8.0pct, QoQ-6.2pct)。在毛利率下降的基础上, 营业利润率和净利率的同比下滑 8pct, 其中主要为其他收益净额占收入比同比下滑约 10pct, 19Q3 的其他收益净额较 18Q3 同比下降 89%。其他收益净额反映了 Non-GAAP 记录投资活动处置收益、估值变动后调整项目金额, 18Q3 腾讯持股约 20%的美团点评 IPO 后产生大额投资收益。营业利润率的环比下滑主要由于其他收益净额

当季环比下滑。净利率环比下滑在基于营业利润率下滑基础上，联营和合营公司投资收益环比大幅下滑约 90%。

Non-GAAP 利润及利润率情况：公司 19Q3 实现经调整营业利润 285.44 亿元 (YoY+27%，QoQ+5%)，归母净利润 244.1 亿元 (YoY+24%，QoQ+4%)。经调整营业利润率为 29.4% (YoY+1.4pct, QoQ-1.4pct)，经调整归母净利率 25.1% (YoY+0.7pct, QoQ-1.4pct)。

图表22: 腾讯分业务收入占比 (季度)

	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
社交网络	23%	23%	25%	24%	24%	24%	25%	23%	23%	23%	25%	23%	23%	23%	24%	23%	23%
网络游戏	54%	52%	53%	48%	45%	42%	46%	42%	41%	37%	39%	34%	32%	29%	33%	31%	29%
金融科技及企业服务	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	21%	23%	24%	26%	25%	26%	2%
网络广告	19%	19%	15%	18%	18%	19%	14%	18%	17%	19%	15%	19%	20%	20%	16%	18%	28%
其他	4%	5%	7%	10%	12%	15%	15%	17%	18%	21%	1%	1%	1%	3%	2%	2%	19%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表23: 腾讯分业务毛利率 (季度)

	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
增值服务	64.2%	63.7%	65.6%	66.7%	65.2%	63.2%	60.9%	60.6%	59.9%	59.3%	63.3%	59.0%	56.5%	53.4%	57.6%	52.6%	51.8%
金融科技及企业服务	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.1%	26.0%	25.1%	24.5%	28.5%	24.0%	27.7%
网络广告	48.9%	51.3%	43.7%	45.3%	36.3%	46.6%	34.8%	37.8%	36.3%	37.2%	31.2%	37.4%	36.7%	36.6%	41.9%	48.6%	48.8%
其他	-1.5%	9.5%	7.0%	10.6%	18.1%	20.4%	21.9%	22.4%	20.3%	22.8%	25.4%	24.9%	22.8%	11.5%	-13.7%	24.6%	-8.2%
整体	58.6%	58.4%	58.1%	57.3%	54.0%	53.9%	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.5%	46.8%	44.0%	41.6%	46.6%	44.1%	43.7%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表24: 腾讯各项利润率 (GAAP, 季度)

	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
GAAP																	
毛利率	58.6%	58.4%	58.1%	57.3%	54.0%	53.9%	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.4%	46.8%	44.0%	41.4%	46.6%	44.1%	43.7%
经营利润率	38.8%	35.8%	41.9%	40.1%	35.8%	31.8%	38.9%	39.9%	34.9%	38.7%	41.7%	29.6%	34.6%	20.4%	43.0%	31.0%	26.6%
净利率	28.0%	23.5%	28.7%	30.1%	26.4%	24.0%	29.2%	32.2%	27.6%	31.3%	31.7%	24.3%	29.0%	16.8%	31.8%	27.2%	21.0%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表25: 腾讯各项利润率 (Non-GAAP, 季度)

	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
Non-GAAP																	
营业利润率	39.5%	37.9%	42.1%	41.2%	37.2%	34.1%	37.4%	35.4%	33.1%	32.9%	34.4%	30.2%	28.0%	26.4%	33.3%	30.7%	29.4%
净利率	28.5%	29.4%	31.4%	31.7%	29.1%	28.1%	28.7%	29.0%	26.2%	26.3%	26.0%	27.8%	25.3%	23.8%	25.4%	27.2%	26.0%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表26: 腾讯经调整利润 (百万元) 及增速 (季度)

	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
Non-GAAP																	
营业利润	10,516	11,533	13,484	14,687	15,037	14,946	18,520	20,036	21,614	21,853	25,272	22,258	22,563	22,388	28,470	27,281	28,544
YoY			43%	42%	43%	30%	37%	36%	44%	46%	36%	11%	4%	2%	13%	23%	27%
QoQ	2%	10%	17%	9%	2%	-1%	24%	8%	8%	1%	16%	-12%	1%	-1%	27%	-4%	5%
归母净利润	7,584	8,953	10,032	11,319	11,737	12,332	14,211	16,391	17,070	17,454	18,313	19,716	19,710	19,730	20,930	23,525	24,412
YoY			46%	55%	55%	38%	42%	45%	45%	42%	29%	20%	15%	13%	14%	19%	24%
QoQ	4%	18%	12%	13%	4%	5%	15%	15%	4%	2%	5%	8%	0%	0%	6%	12%	4%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表27: 腾讯各项利润 (GAAP, 百万元) 及增速 (季度)

	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
GAAP																	
毛利	15,580	17,780	18,589	20,456	21,828	23,626	25,443	28,306	31,681	31,495	37,042	34,446	35,480	35,152	39,820	39,126	42,479
YoY			38%	42%	40%	33%	37%	38%	45%	33%	46%	22%	12%	12%	7%	14%	20%
QoQ	8%	14%	5%	10%	7%	8%	11%	12%	-1%	18%	-7%	3%	-1%	13%	-2%	9%	
营业利润	10,331	10,888	13,398	14,329	14,460	13,930	19,272	22,560	22,746	25,724	30,692	21,807	27,861	17,288	36,742	27,521	25,827
YoY			43%	43%	40%	28%	44%	57%	57%	85%	59%	-3%	22%	-33%	20%	26%	-7%
QoQ	3%	5%	23%	7%	1%	-4%	38%	17%	1%	13%	19%	-29%	28%	-38%	113%	-25%	-6%
归母净利润	7,445	7,164	9,183	10,737	10,646	10,529	14,476	18,231	18,006	20,797	23,290	17,867	23,333	14,229	27,210	24,136	20,382
YoY			33%	47%	43%	47%	58%	70%	69%	98%	61%	-2%	30%	-32%	17%	35%	-13%
QoQ	2%	-4%	28%	17%	-1%	-1%	37%	26%	-1%	16%	12%	-23%	31%	-39%	91%	-11%	-16%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

自由现金流: 19Q3 公司自由现金流为 377.32 亿元, 同比增长 36%, 环比增长 82%。19Q3, 经营活动现金流为 441.82 亿元, 同比增加 39%, 环比增加 77%。资本支出 66.32 亿元, 同比增加 11%, 环比增加 52%。

8 盈利预测

根据彭博一致预期, 公司 FY19-21 年营业收入为 3,801 亿/4,716 亿/5,757 亿元, 净利润为 951 亿/1,156 亿/1,409 亿元, 调整后 EPS 为 9.98/11.97/14.37 元, 当前股价对应 P/E 为 30/24/20X。(计算 P/E 使用 11 月 13 日收盘价)

9 风险提示

活跃用户增速放缓风险、游戏内容监管风险、新游审批进度风险、稳定优质内容生产风险、互联网信息发布政策变更风险、视频内容监管风险、内容成本快速增加风险、渠道成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、估值调整风险、汇率风险等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com