



中信证券研究部

核心观点



许英博
首席科技产业
分析师
S1010510120041



陈俊云
前瞻分析师
S1010517080001



王冠然
传媒分析师
S1010519040005

腾讯作为世界级的科技巨头，当前市场对其分歧与共识并存。受益于在线流量的快速增长、较好的流动性环境以及社交、游戏、广告等互联网业务稳健表现，腾讯股价今年以来上涨超 40%。当前市场对公司消费互联网业务已形成相对一致预期，但对产业互联网业务中长期价值仍缺乏清晰认识。随着公司 2B 业务组织架构逐步理顺，以及产品布局、生态建设逐步完善，公司企业业务正进入发展快车道，并有望成为公司中长期成长性主要来源，进而带来公司价值全面重估。我们持续看好公司中长期成长性、盈利能力，继续维持公司 650 港元的目标价和“买入”评级。

■ **市场聚焦：流动性、基本面推动估值上行，2B 业务渐入佳境。** 今年以来，受益于资金面对科技巨头业绩增长高确定性的追逐，以及疫情带来的在线趋势强化，公司业绩超出市场预期，2020Q2 收入增速 29%。自 2018 年 9 月 30 日架构调整以来，腾讯各业务线的整合梳理基本完成，各项业务的毛利率、运营利润率亦逐步提升。消费互联网领域，腾讯在社交平台、在线内容等领域护城河稳固，中长期的业绩能见度较好。同时经历数年发展，2B 业务正逐步进入正轨，2019 年公司云业务收入 170 亿元，占公司整体收入比重 5%，占当期国内云市场份额 15% 以上。叠加企业微信、腾讯会议等上层 SaaS 应用持续超预期表现，无论是从市场地位还是业务规模，2B 业务有望成为未来 3-5 年驱动公司增长的核心动力。

■ **消费互联网：中期业绩能见度较为理想。** 受益于流量份额企稳、用户时长增长等因素，腾讯消费互联网业务基本面依旧稳健。1) 平台业务。依靠小程序、视频号等平台基础能力的外延，流量份额依旧稳健，2020Q2 微信（含 Wechat）MAU 达到 12.06 亿，QQ（mobile）MAU 6.48 亿，微信小程序日活跃用户数超过 4 亿，带动微信时长回升至 90 分钟；2) 游戏业务。受益于疫情期间在线娱乐需求的快速爆发以及核心产品的良好表现，上半年公司游戏业务收入同比增长超过 70%，核心在运营产品稳定表现、理想的产品 pipeline、超过 860 亿元的递延收入均预计将支撑公司游戏业务中期业绩表现；3) 在线内容。随着组织架构逐步理顺，腾讯后来居上发力信息流与短视频，截至 2020Q2，腾讯信息流 DAU 超 2.4 亿，跃居第一；腾讯视频付费用户 1.14 亿，位居国内 Top 1；4) 网络广告。随着腾讯广告业务渠道整合完成以及微信等广告位资源的拓展，腾讯广告库存及流量资源持续优化，广告 ARPU 亦存在上升空间。

■ **金融科技：公司中期成长性的重要支撑。** 依靠在社交领域的绝对优势，当前微信支付 MAU 超过 8 亿，日均交易笔数超 10 亿，是国内活跃用户最大的支付平台。在商家层面，2017 年至 2019 年，微信支付中小商家交易笔数三年增长 10 倍。截止 2019 年，超 5000 万个体商户和商家活跃在微信支付平台，占全国个体工商户总数的 79.4%。在微信支付中小商家中，长尾商户占比达 40%，腾讯在商户资源的开拓上仍处在高速增长阶段。伴随竞争格局趋稳，以及腾讯生态、小程序等的支持，腾讯支付业务中期的成长性、盈利能力料将持续提升。同时，理财、保险、信贷等在线金融业务的拓展预计亦将形成重要的业绩贡献，叠加备付金政策明确，我们测算，金融业务对公司运营利润贡献中期有望超过 20%。

- **企业业务：渐入佳境，长期成长性的主要来源。**公司自 2018 年以来全面强化云与企业业务，2B 业务进展迅速，腾讯云 2019 年收入 170 亿元，占公司整体营收 5%，企业微信 MAU 超 6000 万，腾讯会议注册用户破亿。我们预计中期国内云计算市场有望保持 30% 以上增速。随着腾讯云营收规模不断增长，叠加腾讯生态的持续支持，腾讯云成长性、盈利能力料亦将逐步提升。异于北美市场，腾讯在国内市场依靠千帆计划以及企业微信、腾讯会议等系列 SaaS 应用的支撑，公司长期有望在利润丰厚的 SaaS 环节扮演重要角色，并实现显著高于当前 AWS 的利润率。同时参考 AWS 的发展历程，并考虑国内云市场的成长性、竞争格局，我们判断，腾讯云中长期合理价值应在千亿美元以上。
- **风险因素：**互联网行业监管政策持续收紧风险；品牌广告主支出受经济波动影响风险；效果广告行业竞争持续加剧风险；新互联网产品&服务用户分流风险；国内游戏行业政策反复波动风险；公司核心游戏产品表现不及预期风险；资本开支导致利润承压的风险；疫情影响超预期导致企业 IT 支出明显下滑的风险。**除上述风险外，我们重点提示由于美国监管政策导致的 APP 禁用、潜在的并购审查等风险**，根据公司管理层在 2020Q2 季报表述，美国收入在其全球收入中的比重不到 2%，美国业务在其广告总收入中的比重不到 1%，但考虑到当前复杂的外部环境，我们仍重点提示投资者需关注潜在的审查风险。
- **投资建议：**腾讯作为世界级科技巨头，当前市场分歧与共识并存。公司互联网业务的中期业绩能见度相对较好，市场亦有基本共识，同时 2B 业务发展迅速，并有望成为公司中长期成长性的主要支撑，值得重点关注。我们持续看好腾讯在数字化浪潮中的增长前景，继续维持公司盈利预测不变，及 650 港币/股的目标价和“买入”评级。

腾讯盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	3,127	3,773	4,816	5,820	6,908
营业收入增长率 YoY	31%	21%	28%	21%	19%
净利润(亿元)	787	933	1,207	1,438	1,727
净利润增长率 YoY	10%	19%	29%	19%	20%
Non-GAAP 净利润 (亿元)	775	944	1,217	1,463	1,757
Non-GAAP 净利润增长率 YoY	19%	27%	31%	18%	21%
PE (GAAP)	59	50	38	32	27
PE (Non-GAAP)	60	49	38	32	26

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测 注：股价取自 2020 年 10 月 16 日收盘价

目录

市场聚焦：流动性与基本面驱动估值扩张，2B 业务渐入佳境	1
消费互联网：中期业绩能见度较为理想	4
平台业务：基础能力快速延伸，用户时长企稳回升	4
游戏业务：中期业绩能见度较为理想	7
内容产业：信息流、视频业务渐入佳境，逐步进入收获期	9
在线广告：进入逐季改善通道	11
金融科技：公司中期成长性的重要支撑	14
产业互联网：长期成长性的主要来源	18
组织架构与战略：集中 2B 资源，打造企业数字世界连接器	18
基础层：持续强化 IaaS 与 PaaS 能力	22
应用层：构建生态，培育 SaaS 能力	29
估值判断：参考 AWS，中期估值有望达到千亿美元量级	35
风险因素	36
投资建议	37

插图目录

图 1: 年初以来主要科技巨头涨跌幅	1
图 2: 腾讯控股收入 (亿元)	2
图 3: 腾讯控股各业务板块增速	2
图 4: 腾讯控股费用率	2
图 5: 腾讯控股净利润 (亿元)	2
图 6: 腾讯控股 PE BAND (前复权, TTM)	3
图 7: 腾讯云计算业务收入 (亿元) 及占总收入比重	3
图 8: 企业微信核心数据	4
图 9: 腾讯会议注册用户超 1 亿人	4
图 10: 抖音 DAU 变化 (亿)	4
图 11: 互联网巨头 APP 时长占比	4
图 12: 腾讯社交平台活跃人数	5
图 13: 微信小程序月活跃用户规模 (亿)	5
图 14: 微信小程序数量 (MAU>500 万)	5
图 15: 小程序向电商功能外延	6
图 16: 视频号提供朋友圈转发能力	6
图 17: 视频号可接入搜一搜	6
图 18: 微信日均使用时长	7
图 19: 腾讯游戏收入拆分 (亿元, 不含归属社交媒体的游戏收入)	7
图 20: 在运营产品 ios 畅销榜排名	8
图 21: iPhone12 发布会宣布英雄联盟 2020 年上线 iOS	8
图 22: 腾讯研发工作室	9
图 23: 腾讯递延收入 (亿元)	9
图 24: 腾讯 PCG 事业群架构	10
图 25: 腾讯内容产业业务架构	10
图 26: 腾讯其他增值服务收入 (亿元, 不含社交游戏)	11
图 27: 腾讯增值业务付费人数	11
图 28: 主要信息流平台 DAU (亿)	11
图 29: 腾讯视频与爱奇艺付费人数 (亿人)	11
图 30: 腾讯广告收入拆分	12
图 31: 腾讯看一看	12
图 32: 腾讯搜一搜	12
图 33: Facebook 亚太 ARPU (美元)	14
图 34: 腾讯社交广告 ARPU (美元)	14
图 35: 腾讯金融业务蓝图	14
图 36: 国内第三方移动支付份额	15
图 37: 腾讯支付用户及交易规模	16
图 38: 腾讯支付业务商户数量 (万)	16
图 39: 小程序交易额 (亿元)	16
图 40: 腾讯理财通规模 (亿元)	17
图 41: 微众银行贷款余额 (亿元)	17
图 42: 腾讯理财通覆盖业务	17
图 43: 微信分付功能	17

图 44: 腾讯产业互联网定位企业连接器	19
图 45: 腾讯产业互联网布局	19
图 46: CSIG 组织架构.....	20
图 47: 腾讯产业互联网三大连接策略.....	20
图 48: 腾讯基于 C2B 实现 B2B2C.....	21
图 49: 腾讯生态体系	21
图 50: 腾讯云收入.....	22
图 51: 阿里云收入 (亿元)	22
图 52: 腾讯云产品图景	22
图 53: 腾讯云基于场景的业务划分	23
图 54: 全球云计算市场规模与增速 (亿美元)	25
图 55: 中国公有云市场规模与增速 (亿元)	25
图 56: 全球云计算市场细分占比 (亿美元)	25
图 57: 中国云计算细分占比 (亿元)	25
图 58: 全球 IaaS+PaaS 市场份额 (公有云+私有云, 按季度)	26
图 59: 国内 IaaS+PaaS 市场份额 (2019Q1)	26
图 60: 国内 IaaS+PaaS 市场份额 (2019Q4)	26
图 61: 腾讯、阿里资本开支 (亿元)	27
图 62: 目前腾讯各事业群在招聘岗位统计 (个)	27
图 63: 主要云厂商云业务拆分.....	27
图 64: 腾讯云可用区 (个)	28
图 65: 阿里云可用区 (个)	28
图 66: AWS 全球可用区数量	29
图 67: AWS 收入.....	29
图 68: AWS 营业利润.....	29
图 69: 美国 IT 投资占固定资产投资比例历史走势	30
图 70: 中国 IT 投资占固定资产投资比例历史走势	30
图 71: 北美市场科技巨头与中小 SaaS 厂商共存.....	30
图 72: SaaS 千帆计划.....	31
图 73: 腾讯云市场生态	32
图 74: 腾讯千帆计划打造 PaaS 中台	32
图 75: 首批 SaaS 加速器项目投资分布	33
图 76: 企业微信 DAU (万)	33
图 77: 年初至今腾讯会议在 IOS 国内商务 APP 下载量排名	33
图 78: 企业微信核心功能.....	34
图 79: WhatsApp Business 功能	34
图 80: 欧美主要卖方机构对 AWS 业务的平均估值变化 (亿美元)	35
图 81: 市场对 AWS PS 估值水平、成长性 (TTM)	35
图 82: 市场对 AWS PS 估值水平、盈利能力 (TTM)	36

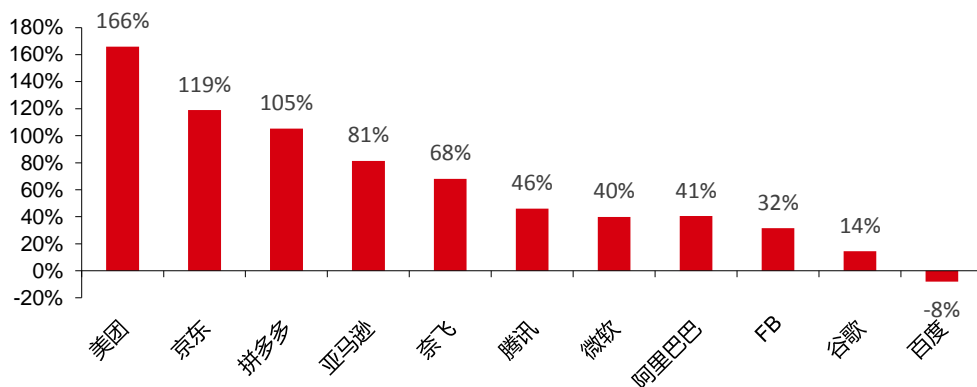
表格目录

表 1: 科技巨头一致预期与估值	1
表 2: 腾讯游戏储备	8
表 3: 腾讯广告业务整合对比	12
表 4: 微信逐步放开第四条广告位	13
表 5: 腾讯金融牌照	15
表 6: 监管机构针对备份金的政策	18
表 7: 腾讯金融业务测算 (亿元)	18
表 8: 腾讯云 IaaS 服务	23
表 9: 腾讯云 PaaS 能力	23
表 10: 腾讯云历次季报对经营的描述	24
表 11: 中美云计算巨头资本开支以及云业务收入规模 (亿美元)	27
表 12: 2020 年 618 腾讯云、阿里云服务器价格 (元)	28
表 13: AWS 服务器折旧年限、运营利润相关性测算	29
表 14: 国内科技巨头 SaaS 产品	31
表 15: 腾讯会议与主流视频会议应用对比	34
表 16: 腾讯云估值判断	36
表 17: 腾讯控股盈利预测表	37

■ 市场聚焦：流动性与基本面驱动估值扩张，2B 业务渐入佳境

市场表现：流动性叠加业绩确定性，科技巨头普遍享有估值溢价。无论是美股还是港股市场，在流动性充裕的大背景下，科技巨头实际上受到了追捧，美股市场亚马逊、奈飞、微软，以及香港市场美团、京东、拼多多、阿里等一线或准一线的科技巨头均受到了资金的追捧。除流动性之外，科技巨头显著受益于疫情带来的数字化加速趋势，较高的业绩确定性令估值也得到进一步的提升。

图 1：年初以来主要科技巨头涨跌幅



资料来源：彭博，中信证券研究部

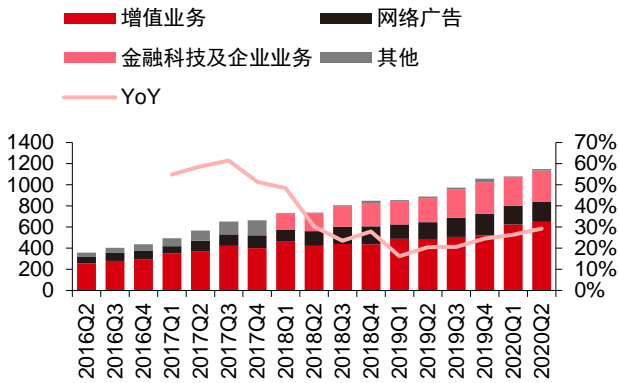
表 1：科技巨头一致预期与估值

公司名称	市值 (亿美元)	2020-2023 利润一致预期 CAGR	2020E PE	2020E PEG
Apple	20,711	8%	36	4.6
Microsoft	16,865	13%	34	2.5
Amazon	17,249	39%	110	2.8
Google	10,659	20%	35	1.7
Facebook	7,867	22%	34	1.5
Netflix	2,444	36%	84	2.3
腾讯控股	6,889	24%	39	1.6
阿里巴巴	8,284	25%	34	1.3

资料来源：彭博，中信证券研究部

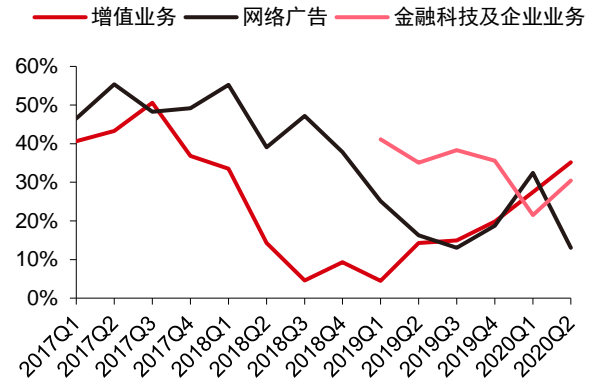
腾讯基本面：上半年业绩超预期，基本面持续向好。今年以来，受益于疫情带来的在线趋势以及线上娱乐需求的爆发式增长，公司业绩超出市场预期，2020Q2 收入增速 29%，主要受游戏及在线娱乐需求爆发增长、社交广告流量与单价回升、金融科技及云计算业务复苏的驱动。盈利端，自 2018 年 930 架构调整以来，腾讯各业务线的整合梳理基本完成，反映到财务层面，各项业务的毛利率亦逐步提升。排除疫情及部分公司并表带来的影响，我们认为公司整体毛利率已步入改善通道。费用端，整体运营费用亦控制明显，费用率稳定下行，带动利润增长。

图 2: 腾讯控股收入 (亿元)



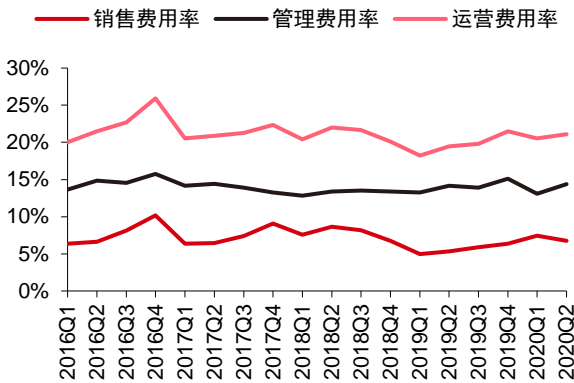
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 3: 腾讯控股各业务板块增速



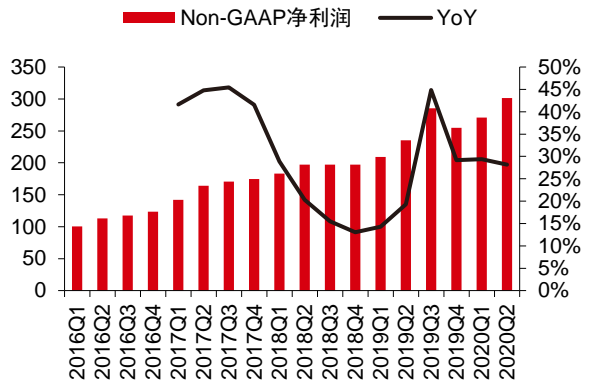
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4: 腾讯控股费用率



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

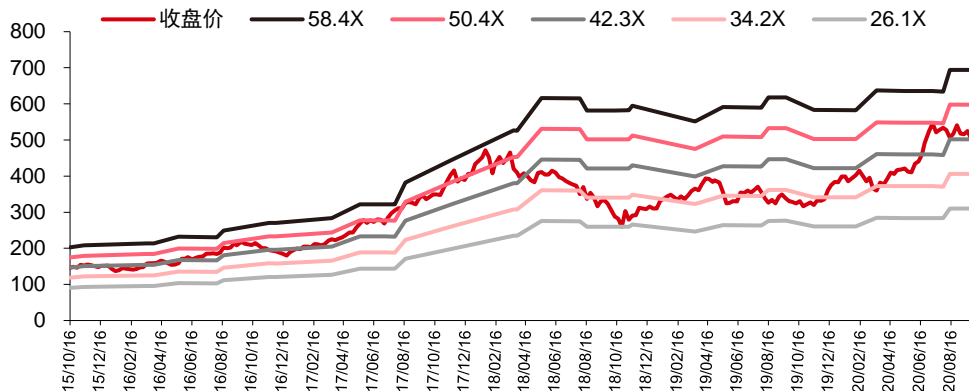
图 5: 腾讯控股净利润 (亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

估值水平: 上行至历史高位。作为世界级科技巨头, 腾讯同时受益流动性追捧与基本面支撑, 估值亦抬升至历史高位。中长期视角下, 市场对于其消费互联网业务已有充分预期, 但面临字节跳动等新巨头对流量的侵蚀, 市场对 2B 业务未来的进展仍存在分歧, 亦是影响腾讯估值走向的重要因素。

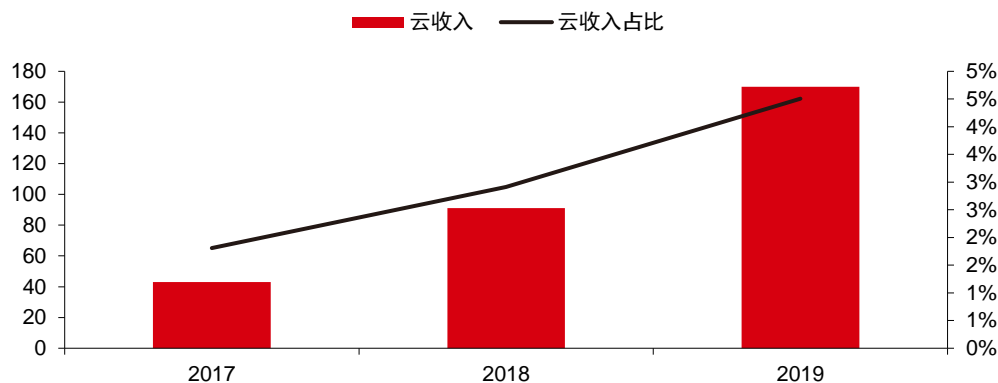
图 6: 腾讯控股 PE BAND (前复权, TTM)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

2B 业务: 渐入佳境。区别于市场基于消费属性对腾讯的认知, 我们认为腾讯 2B 业务经过数年的发展, 已经基本锁定未来 3-5 年国内一线云计算厂商的门票, 中长期的拐点将至。收入层面, 2019 年 IaaS 收入 170 亿元, 占总收入比重 5%, 占到国内云市场份额的 15% 以上。此外, 我们注意到在国内相对滞后美国市场的 SaaS 业务上, 腾讯依靠在音视频领域的深厚积淀, 在协同办公、音视频会议领域实现突破, 企业微信、腾讯会议爆发式增长, 虽未能在利润表上体现贡献, 但在用户时长和未来估值方面有望打开新的空间。从上述两大方面, 我们认为腾讯 2B 业务正渐入佳境, 并有望成为公司长期成长性主要支撑。

图 7: 腾讯云计算业务收入 (亿元) 及占总收入比重



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 8：企业微信核心数据



资料来源：企业微信官网

图 9：腾讯会议注册用户超 1 亿人

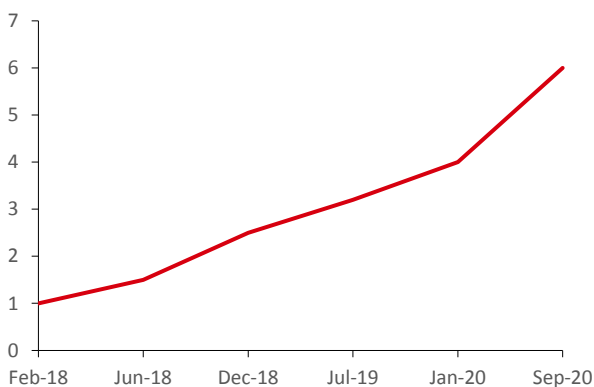


资料来源：腾讯 2020 数字生态大会

消费互联网：中期业绩能见度较为理想

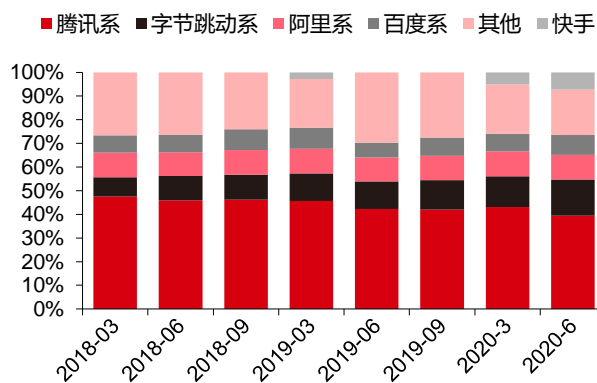
虽然市场对腾讯消费互联网业务的中长期成长性已有相对充分的认知，但随着字节跳动等加强国内的运营，在用户流量、部分业务上导致市场对腾讯的担忧。在音视频领域，2020 年 9 月，抖音宣布其 DAU（含抖音主站、火山版）超过 6 亿，覆盖国内 2/3 的网民。而根据 Questmobile 的数据，2020 年 6 月字节系时长占比提升至 15.3%，腾讯时长占比仅 40%，引发市场对其流量份额稳定性的担忧。而基于流量的侵蚀，部分头部互联网厂商如阿里巴巴、字节跳动均开始试水游戏业务，亦引发了市场对腾讯游戏业务中期成长性的担忧。在本部分，我们将从平台业务、内容业务、游戏业务等出发，探讨腾讯消费互联网业务能否应对上述挑战，维持较好的业绩能见度。

图 10：抖音 DAU 变化（亿）



资料来源：抖音创作者大会、抖音年度数据报告，中信证券研究部

图 11：互联网巨头 APP 时长占比



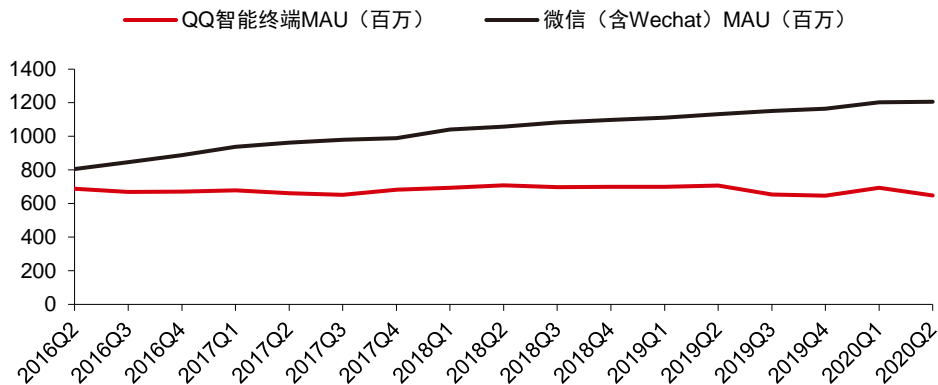
资料来源：questmobile，中信证券研究部

平台业务：基础能力快速延伸，用户时长企稳回升

用户流量：基本盘依旧稳固。自 2018 年以来，伴随抖音、快手等短视频应用的快速崛起以及公司在短视频领域的布局乏力，公司国内用户流量份额出现明显下行。叠加在此

期间国家主管部门对游戏版号审批的暂停，市场对公司基本面出现明显担忧。我们认为，依靠微信（含 Wechat）达到 12.06 亿的 MAU，社交依旧是腾讯最大的壁垒和护城河。

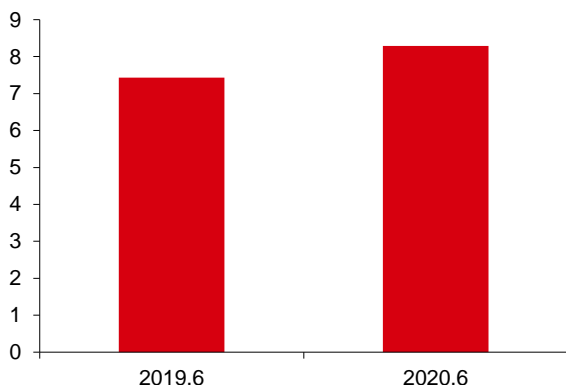
图 12：腾讯社交平台活跃人数



资料来源：公司财报，中信证券研究部

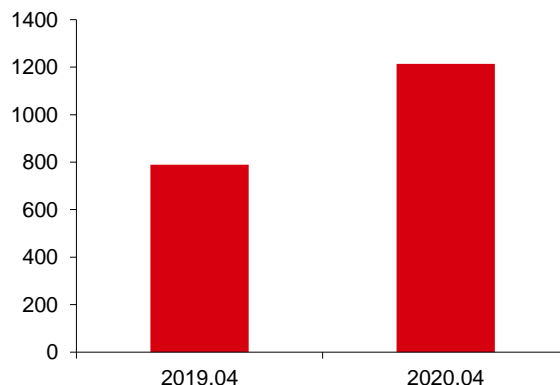
平台能力：小程序快速扩展。延续公司 2020 年初微信公开课的主旨，今年以来公司明显加强了小程序的商业交易功能，近期亦推出了微信小商店，承载功能包含商品信息发布、商品交易、订单和物流管理、营销、资金结算、客服与售后等电商经营基础功能模块。我们明显注意到，公司在电商领域的布局，较多地参考了 Shopify 的思路。作为微信基础功能外延的重要基础工具，小程序已经具备超过 8 亿的活跃用户，MAU 超过 500 万的小程序已经达到 1200 余个，而随着在电商、直播、营销以及基于二维码的接入渠道，小程序已经逐步成为中小企业数字化的核心工具，通过小程序、二维码，将微信流量导入到微信小商店、企业微信，因此小程序有望成为中小企业、长尾用户数字化的重要渠道。

图 13：微信小程序月活跃用户规模（亿）



资料来源：questmobile，中信证券研究部

图 14：微信小程序数量（MAU>500 万）



资料来源：questmobile，中信证券研究部

图 15: 小程序向电商功能外延



资料来源: 腾讯小商店发布会

视频号: 持续强化微信视频能力。依靠视频号, 微信持续强化视频内容能力, 根据公司披露, 2020 年 6 月, 视频号 DAU 超 2 亿, 快速增长。在生态层面, 通过视频号, 微信将公众号、朋友圈、搜一搜等主要内容展示平台打通, 持续强化微信在视频领域的的能力, 完善微信内容生态体系。依靠视频号, 微信料将持续提升用户粘性, 并逐步探索更多的货币化手段, 以应对短视频平台带来的冲击。

图 16: 视频号提供朋友圈转发能力



资料来源: 微信 APP

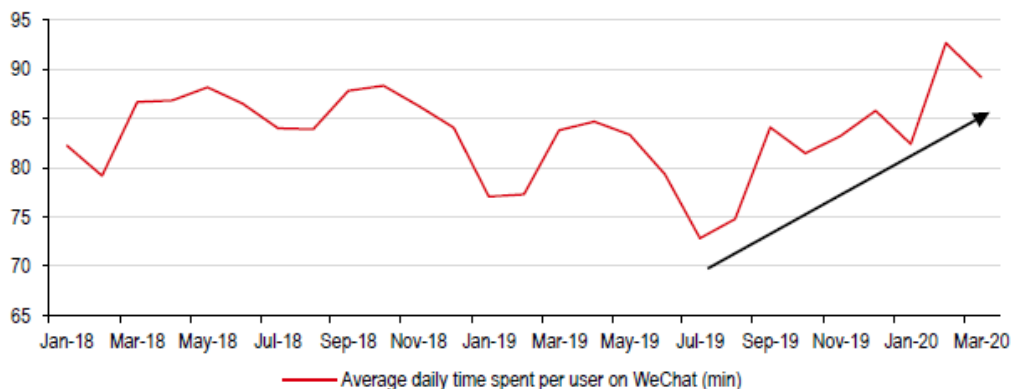
图 17: 视频号可接入搜一搜



资料来源: 微信 APP

用户数据: 微信用户在线时长触底回升。基于上述用户数量的稳定、基础能力的不断外延, 微信使用时长实际正触底回升, 维持在单日 90 分钟的量级。同时我们看到视频号的推出, 亦强化微信的短视频能力, 亦对未来整体流量的提升具备正向支撑。因此, 我们认为基于腾讯社交流量的稳固性, 中期看腾讯的流量料将进一步企稳回升。

图 18: 微信日均使用时长

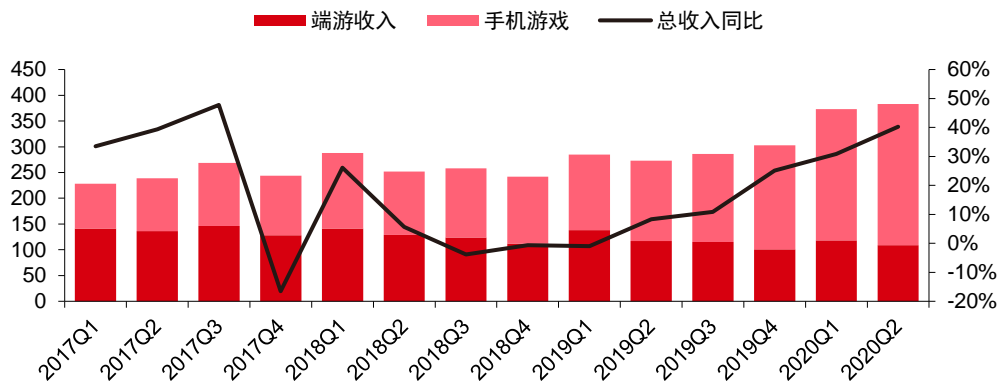


资料来源: questmobile

游戏业务：中期业绩能见度较为理想

移动游戏：受益于移动游戏渗透的提升以及疫情带来的在线娱乐需求，腾讯游戏自 2019Q2 进入复苏通道，扣除归属社交的移动游戏，2020Q2 腾讯游戏业务实现 40% 的同比增长，超出市场预期。我们认为，在中长期视角下，在线娱乐趋势依旧向好，腾讯游戏业务头部地位将稳固。

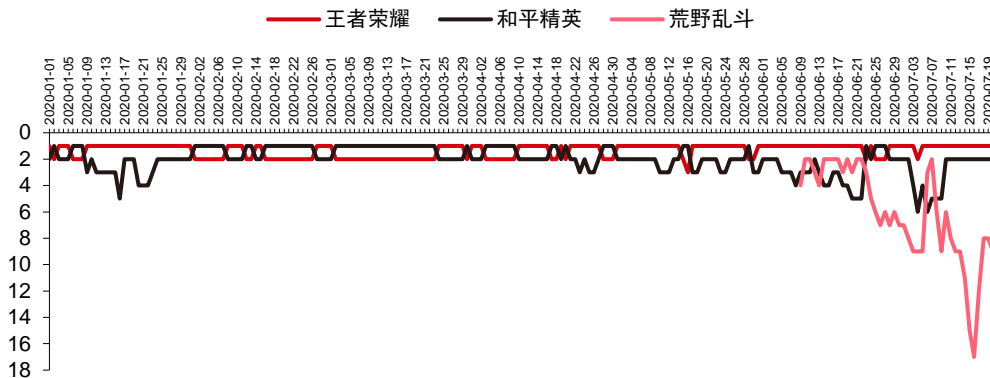
图 19: 腾讯游戏收入拆分 (亿元, 不含归属社交媒体的游戏收入)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

在运营产品：表现稳健。游戏行业具有典型的二八效应，头部产品往往贡献主要收入。目前公司头部主力产品王者荣耀、和平精英继续维持稳健表现，并稳居 IOS 中国区畅销榜 TOP 2，同时今年 6 月新上线的荒野乱斗亦有不错表现，目前基本稳定在畅销榜 TOP 10。考虑到王者荣耀、和平精英两款产品千万级的活跃用户规模以及腾讯自身在用户流量获取、休闲游戏产品运营等层面的突出优势，我们预计两款产品生命周期有望维持 5 年以上，公司游戏业务短期出现大幅波动概率较低。

图 20: 在运营产品 ios 畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

新产品 pipeline: 储备充足。目前公司新产品储备充足, 后续值得期待的移动游戏产品包括即将上线的 DNF 手游 (目前预约用户数已经超过 5000 万), 以及 LOL 手游 (苹果公司宣布 2020 晚些时候登录 iOS 平台)、使命召唤手游等。而在 PC 游戏部分, 预计腾讯子公司 Riot 开发的无畏契约将于今年在全球市场上线, 后续将择机在国内市场上线。整体的 pipeline 依旧充分。

表 2: 腾讯游戏储备

游戏	产品类型	开发商	国内上市时间	是否有版号
DNF 手游	移动游戏	Neople/Tencent	2020Q3-Q4	是
LOL 手游	移动游戏	Riot/Tencent	2020Q4 登录 iOS	否
天涯明月刀手游	移动游戏	Tencent	NA	是
剑侠奇缘 2	移动游戏	Kingssoft	NA	是
龙之谷 2	移动游戏	Shanda	NA	是
使命召唤手游	移动游戏	ATVI/Tencent	NA	否
代号: 生机	移动游戏	Tencent	NA	否
堡垒之夜手游	移动游戏	Epic	NA	否
无畏契约	PC 游戏	Riot	NA	否
绝地求生	PC 游戏	Bluehole	NA	否

资料来源: 腾讯游戏, 中信证券研究部

图 21: iPhone12 发布会宣布英雄联盟 2020 年上线 iOS



资料来源: 苹果 iPhone12 发布会

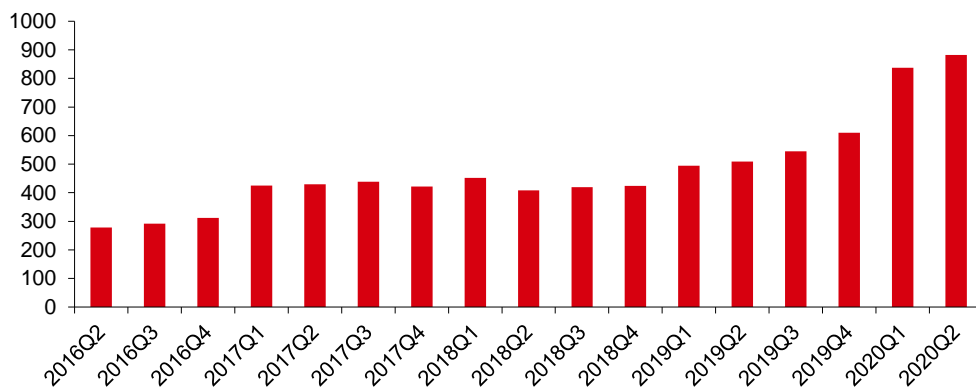
研发能力：市场普遍担 LOL、DNF 在手游发布后腾讯后续的研发实力。我们认为，在游戏研发层面，腾讯在依靠公司国内的四大工作室之外，在全球市场亦有 Riot、supercell、EPIC 等顶尖的游戏开发团队，中期看公司后续的研发储备实力雄厚，相关产品的研发料将不断补充腾讯产品储备。此外，目前账面上庞大的递延收入规模预计亦将为公司后续的业绩平滑提供充足的空间。

图 22：腾讯研发工作室



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 23：腾讯递延收入（亿元）

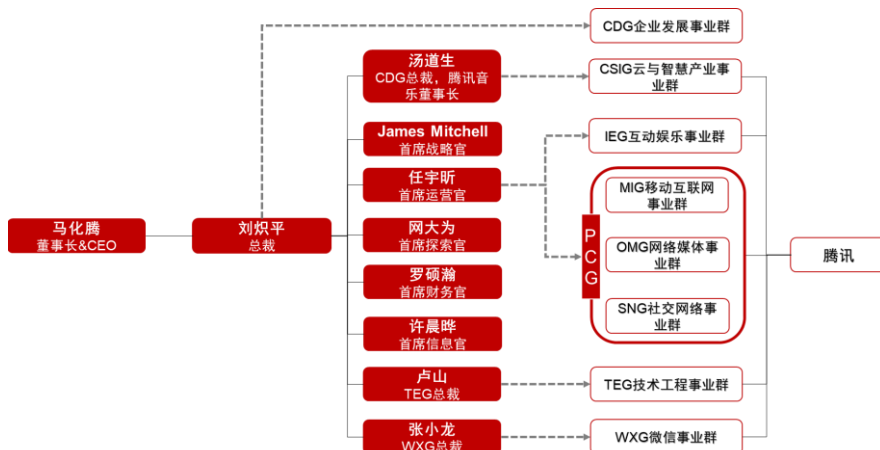


资料来源：公司财报，中信证券研究部

内容产业：信息流、视频业务渐入佳境，逐步进入收获期

PCG 定位：内容+社交。2018 年公司进行大规模组织架构调整，整合原来 MIG&OMG 业务，以及 SNG 的 QQ 等社交业务，形成统一的平台与内容事业群（PCG），PCG 定位于社交+内容的独特组合，并实现内容生产、运营、分发、变现的完整内容链条。经过近两年的发展，PCG 在组织架构保障、内容生产、内容分发等层面基本形成了相对成熟的业务体系，同时在信息流、视频等领域亦开始开花结果。

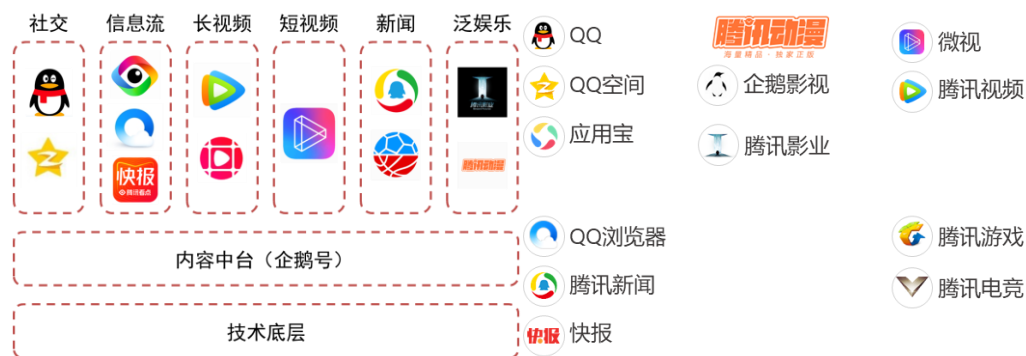
图 24：腾讯 PCG 事业群架构



资料来源：公司财报，中信证券研究部

组织设计：引入中台机制，构建统一的内容中台、技术中台。组织架构层面，PCG 整合了社交（QQ 及空间）、信息流、长短视频、新闻泛娱乐等业务，以企鹅号作为内容创作中台，培育创作者，以底层技术中台提供音视频、AI 推送、数字营销等底层技术，将原有的业务间、业务与技术间的壁垒打破，实现对组织架构的整合。腾讯内容业务基本覆盖了所有内容领域，包括在线视频、短视频、影业、音乐、游戏、文学、动漫、资讯体育等，产品矩阵覆盖全面。目前公司在在线音乐、网络文学、网络游戏等领域已经占据国内绝大多数市场份额。

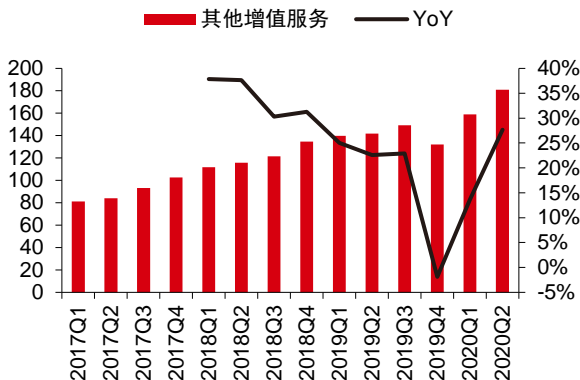
图 25：腾讯内容产业业务架构



资料来源：公司财报，中信证券研究部

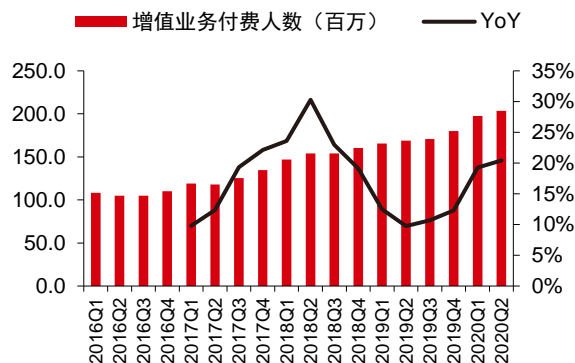
内容业务：增值业务付费用户数超过 2 亿。根据公司 Q2 财报披露信息，截至 2020H1 腾讯增值业务付费用户数已经超过 2 亿，当然这一数字部分来自于文学、音乐等付费用户数的增长贡献，但亦更多反映了 PCG 事业群在视频等领域的积极进展，同时与内容相关的其他增值业务亦实现 25% 以上的增速，整体业务复苏趋势强劲。

图 26: 腾讯其他增值服务收入 (亿元, 不含社交游戏)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

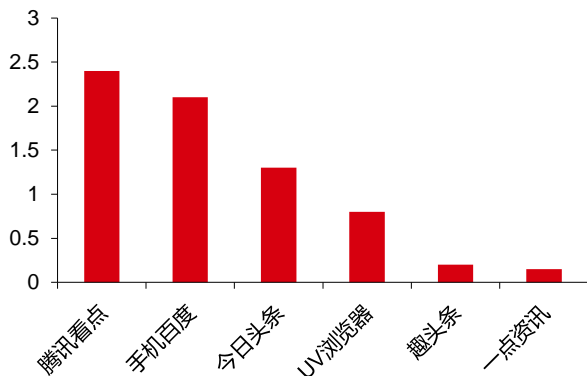
图 27: 腾讯增值业务付费人数



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

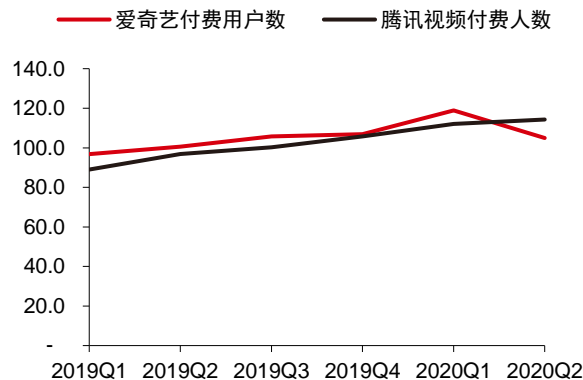
信息流&在线视频: 后来居上, 活跃用户数位居国内 TOP1。通过整合搜索/推荐/社交三大引擎, 底层统一内容引入和分发技术, 腾讯在依靠 QQ 看点、腾讯新闻等主要信息流平台外, 在微信、QQ 中融合信息流内容, 将社交与信息流结合, 吸引大量社交流量。2020Q1, 腾讯信息流产品 DAU 超过 2.4 亿, 超过百度 app 和今日头条, 位列国内第一。长视频领域, 腾讯视频作为国内领先的长视频平台, 依靠腾讯系内部 IP 以及腾讯系影视、动漫等内容部门的协作, 形成完整的内容体系, 通过跨平台的运营产生《创造 101》(腾讯音乐合作)、《穿越火线》(动漫、游戏联动)、《斗罗大陆》(网文联动) 等爆款剧集, 用户数量稳健增长, 2020Q2 腾讯视频付费用户 1.14 亿, 超过爱奇艺, 国内排名第一。

图 28: 主要信息流平台 DAU (亿)



资料来源: questmobile, 中信证券研究部

图 29: 腾讯视频与爱奇艺付费人数 (亿人)

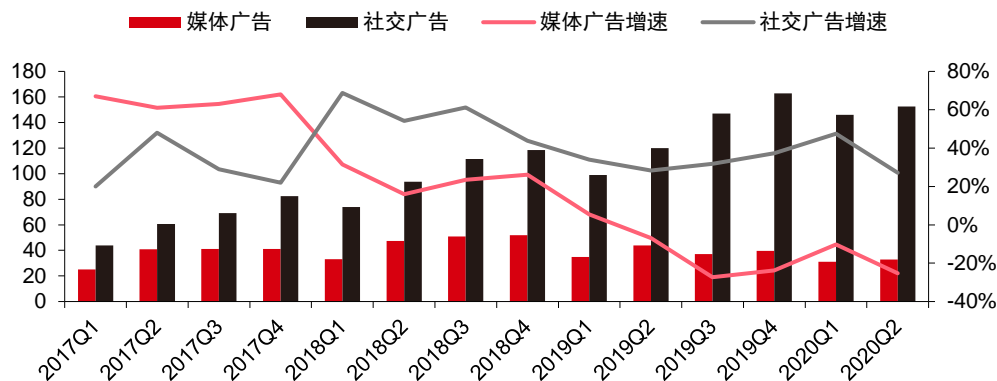


资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

在线广告: 进入逐季改善通道

相较于公司在国内超过 40% 的在线用户流量份额占比, 过去数年, 腾讯在国内在线广告市场的表现并不出彩。具体的原因既有来自业务团队层面自身的问题, 亦有公司层面长期对广告变现的谨慎克制。而站在当前时点, 我们认为上述约束因素正在逐步消除, 同时微信生态的扩展亦在持续打开公司广告业务的长期空间。中长期来看, 我们预计公司广告业务收入仍将维持 20% 以上年复合增速。

图 30: 腾讯广告收入拆分



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

团队整合: 自 2018 年公司组织架构调整, 成立统一的广告业务线以来, 时间已经近 2 年, 而团队整合的效果, 亦逐步从 2019Q4 开始体现: 主要在广告资源整合、渠道代理体系梳理、广告技术平台搭建等层面, 并最终反映为公司广告业务营收增速、利润率等指标的持续改善。

表 3: 腾讯广告业务整合对比

主要特性	整合前		整合后
	腾讯广告	微信广告	ADQ 投放端
登录方式	QQ 号	微信号	QQ、微信号
账户管理	一个账户一个账号	一个账户一个账号	一个账户多个账号
可接入资源	QQ、腾讯视频、腾讯新闻、看点等	朋友圈、公众号	腾讯所有资源
定向	分别		统一
多创意	支持	不支持	支持
API	不对齐		对齐
落地页	无要求	公众号	无要求

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 31: 腾讯看一看

功能介绍

你可以在“发现”中, 找到“看一看”入口, 了解好友们都在看的热点和你感兴趣的内容。



资料来源: 微信 APP

图 32: 腾讯搜一搜



资料来源: 微信 APP

广告资源扩展：相较于其他竞争对手，公司具有国内最高的用户流量份额，以及最为优质的广告媒体资源，投放 ROI 亦处于行业前列。长周期来看，朋友圈广告填充率的持续提升并不需要过多担忧，朋友圈广告从第三条开放到第四条开放，用时不足 1 年，表明公司在用户体验、商业变现之间已经实现了较好的拿捏。同时伴随微信生态的扩展，包括小程序、“看一看”、“搜一搜”等广告资源亦在不断涌现。

表 4：微信逐步放开第四条广告位

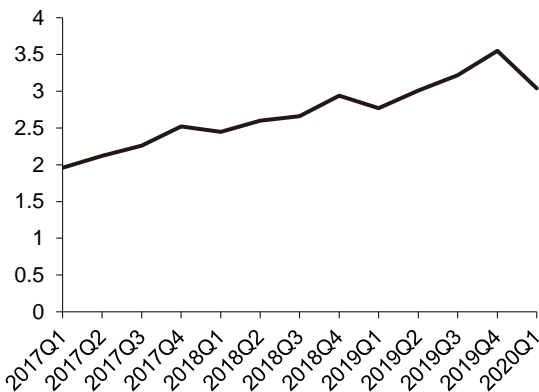
时间	事项
2015.1	内测第一条朋友圈广告
2015.8	全面放开第一条广告
2018.3	全量开放第二条朋友圈广告，支持小程序投放
2019.5	开放第三条朋友圈广告
2019.12	内测第四条朋友圈广告
2020.02	在一线城市开放第四条广告

资料来源：36Kr，中信证券研究部

产品创新：广告投放的效果成为广告主平台选择的核心参考指标，反映到产品层面，即投放能力、广告形式、定价策略等功能。腾讯广告在近期的功能更新中，亦强化了上述功能：

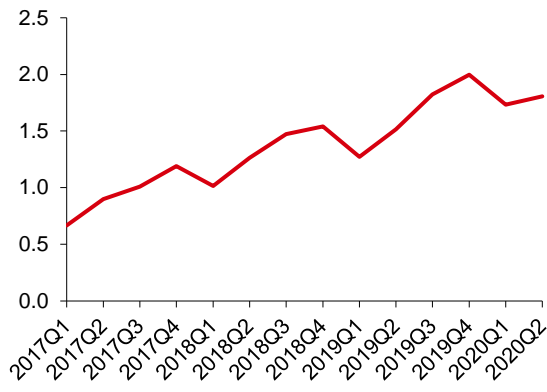
- **精准投放：**投放层面，腾讯加强了定向能力。首先是版位选择，针对不同类型的广告，将根据平台定向投放，提高效率；其次是地区投放能力，提供定向城市投放功能，针对性更强；另外在人群画像层面，根据不同用户画像定点投放，如针对游戏领域，推出基于付费能力的广告投放方式。
- **互动形态：**基于朋友圈的互动属性，微信亦在广告形式方面进行产品革新，逐步提高用户参与感，强化广告展示性。在朋友圈广告中，已经开发出全景式卡片外层、开放评论互动功能、视频互动广告、明星广告等形式。
- **定价机制：**基于 CPM/CPC 的定价体系，腾讯广告亦不断优化竞价体系，将投放效果、转化率等广告主关心的变量融入定价模型，推出优先支持低成本的 oCPC/oCPM 广告，以及基于预期效果的 eCPM 广告。

图 33: Facebook 亚太 ARPU (美元)



资料来源: Facebook 财报, 中信证券研究部

图 34: 腾讯社交广告 ARPU (美元)

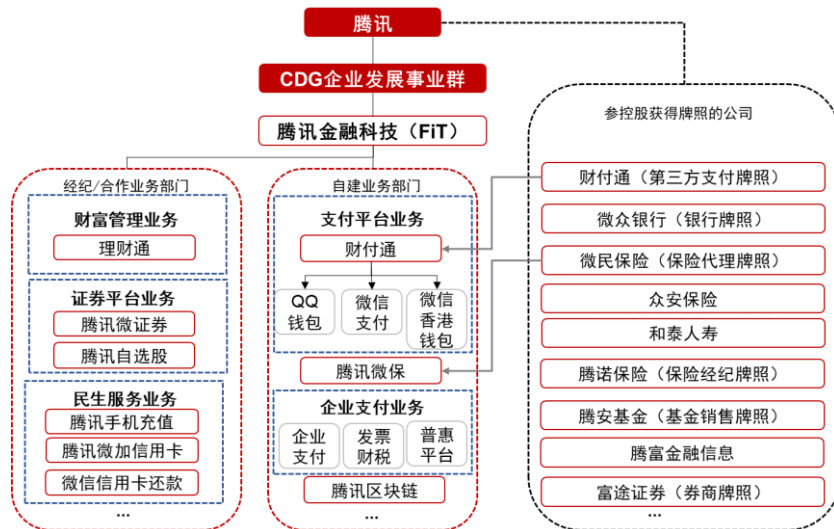


资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

金融科技: 公司中期成长性的重要支撑

业务蓝图: 腾讯金融业务可分为表内运营、表外参控股两大部分, 表内运营部分归属腾讯 CDG 事业群下藤棍金融科技 (FIT) 部门, 包括支付、理财及部分小额贷款等核心业务。而在表外, 腾讯获取大量的金融牌照, 并将部分资源接入到腾讯 FIT 具体业务部门, 从而实现牌照+运营的表内外运营模式。腾讯依托强大的投资能力, 在保险、基金、征信、证券服务等领域积极进行投资扩展, 目前已基本获得金融领域的必须牌照。**支付接入 8 亿 MAU 与日均 10 亿支付笔数。**作为腾讯最为基础的支付业务, 覆盖微信、QQ、财付通等腾讯基础平台, 实际上在创收之外, 支付已经成为腾讯平台业务的基础能力之一; **理财覆盖 1.5 亿用户、保有量 8000 亿、产品数 1000 个。**背靠腾讯社交生态, 腾讯理财通提供完备的产品体系, 覆盖不同期限、不同收益率的综合产品, 以满足不同用户理财需求, 同时腾讯亦上线零钱通, 对标余额宝, 以期充分盘活庞大的资金体量。

图 35: 腾讯金融业务蓝图



资料来源: 腾讯金融, 公司财报, 中信证券研究部

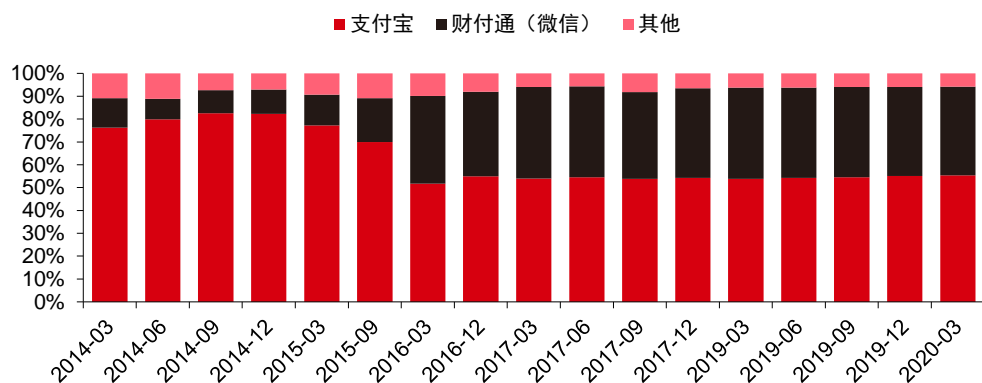
表 5: 腾讯金融牌照

业务类别	牌照	名称	公司
保险中介	保险代理	微保	微民保险代理有限公司 (100%持股)
	保险经纪	腾诺保险经纪	北京腾诺保险经纪有限公司 (腾讯持股 95%)
保险	保险	和泰人寿	和泰人寿保险股份有限公司 (腾讯持股 15%)
		众安在线	众安在线财产保险股份有限公司 (腾讯持股 10.20%)
		英杰华人寿	英杰华人寿保险有限公司, 由英杰华、高瓴资本及腾讯于香港成立的合资企业
基金	基金销售	腾安基金销售	腾安基金销售 (深圳) 有限公司 (100%持股)
		好买基金销售	上海好买基金销售有限公司 (腾讯产业投资基金间接持股 25.69%)
	基金支付	财付通	财付通支付科技有限公司 (100%持股)
银行	银行	微众银行	深圳前海微众银行股份有限公司 (腾讯持股 30%)
	虚拟银行	贻丰香港控股	Infinium Limited, 由腾讯等五家公司合资成立
支付	第三方支付	财付通	财付通支付科技有限公司 (100%持股)
征信	-	腾讯信用	腾讯征信有限公司 (100%持股)
	个人/企业征信	百行征信	百行征信有限公司 (腾讯征信等 8 家企业每家持股 8%)
证券服务	-	腾讯自选股	财付通支付科技有限公司 (100%持股)

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

市场格局: 腾讯、阿里双寡头格局趋于稳定。 腾讯依靠在微信红包的成功推广以及社交平台的积极运营, 逐步实现对阿里系的追赶。根据艾瑞咨询数据, 经过 2014-2016 年的追赶, 腾讯支付所占份额从 10% 逐步提升接近 40% 的水平, 与阿里 55% 的份额保持稳定。虽然 2020Q1 阿里连续五个季度实现份额增长, 但考虑到央行政策的调整以及 2020Q1 疫情的冲击, 我们判断双方的份额依旧相对稳定。

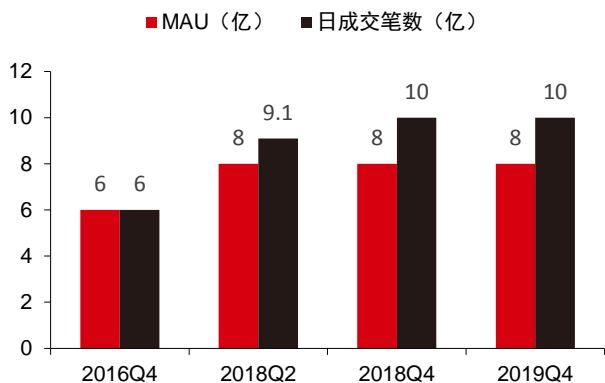
图 36: 国内第三方移动支付份额



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

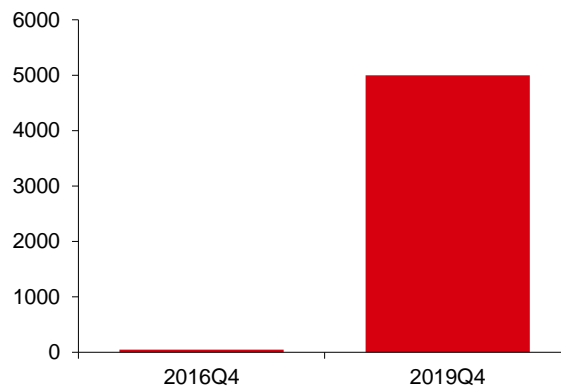
用户规模: 依靠在社交领域的绝对优势, 截至 2019 年底微信支付的 MAU 超过 8 亿, 是国内活跃用户最大的支付平台。但是在商家层面, 腾讯渗透相对较晚, 2019Q4 腾讯线下商家数 5000 万家, 与头部厂商 8000 万的商家数仍存差距。但从增长趋势看, 2017 年至 2019 年间, 微信支付中小商家交易笔数三年增长 10 倍。截止 2019 年, 超 5000 万个个体商户和商家活跃在微信支付平台, 占全国个体工商户总数的 79.4%。在微信支付中小商家中, 长尾商户占比达 40%, 腾讯在商户资源的开拓上仍处在高速增长阶段。

图 37: 腾讯支付用户及交易规模



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 38: 腾讯支付业务商户数量 (万)

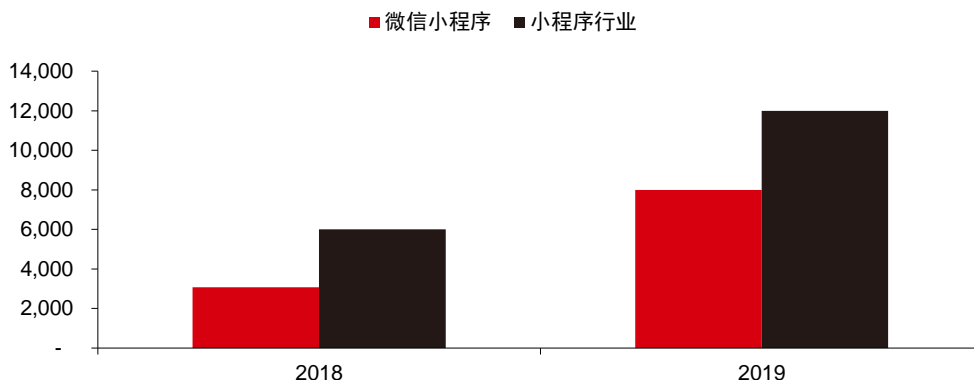


资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

生态扶持: 除正常的商业拓展外, 腾讯系生态的整体支持亦是其支付业务的强力基石。与孵化自 eBay 的 PayPal 类似, 腾讯系旗下拥有拼多多、京东等国内领先的电商平台以及美团等生活服务平台, 与阿里旗下天猫&淘宝、饿了么等平台扶持亦有类似。此外, 腾讯依靠在音视频、游戏等领域的深耕, 亦有望在网络游戏充值、音视频平台付费等等娱乐支出方面占据优势。

小程序: 吸引中长尾商户的有力工具。 作为腾讯平台业务基础设施的小程序, 拥有超过 8 亿的月活跃用户, 同时基于完整的数字化及上云工具, 小程序亦逐步成为多数中长尾企业数字化的重要驱动力。根据微信公开课数据, 2019 年小程序日活跃用户超过 3 亿, 累计创造 8000 多亿交易额, 同比增长 160%。相较于上一年, 小程序人均访问次数提升 45%, 人均使用小程序个数提升 98%。随着小程序在商业交易场景上表现出很好的发展潜力, 微信支付业务有望利用小程序, 帮助中小企业实现商业闭环, 为金融业务开拓重要的中长尾市场。

图 39: 小程序交易额 (亿元)

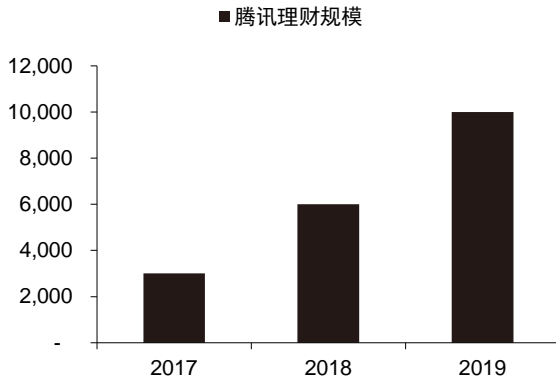


资料来源: 腾讯公开课, 阿拉丁小程序研究院, 中信证券研究部

新业务: 持续布局资管等高利润业务。 2020Q1 腾讯理财通宣布进行 6 年来的首次业务转型——由交易性平台转化为服务型平台。为用户提供量身定制服务的目标将通过聚焦投资者教育和成长, 及资产配置和投顾服务这两项工作实现。从腾讯在财报中的表述, 我

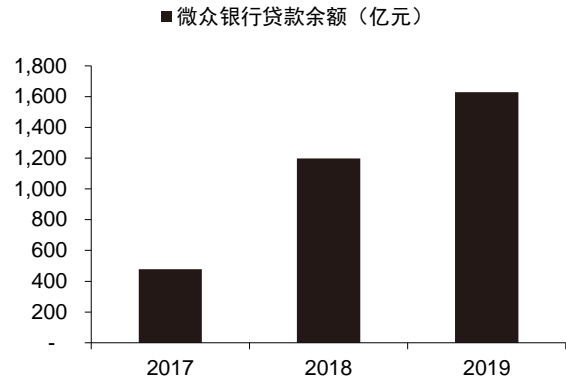
他们认为资管、信贷将是腾讯未来重点扩张的两项核心业务。对对应到相关产品上，微信零钱通的出现将产生与余额宝类似的作用，将沉淀资金吸收至理财业务中，提升资产管理规模。信贷方面，除基于微众银行的微粒贷之外，腾讯亦在微信上尝试推出类似“花呗”的信贷产品“分付”，利用社交入口不断提升信贷能力。

图 40: 腾讯理财通规模 (亿元)



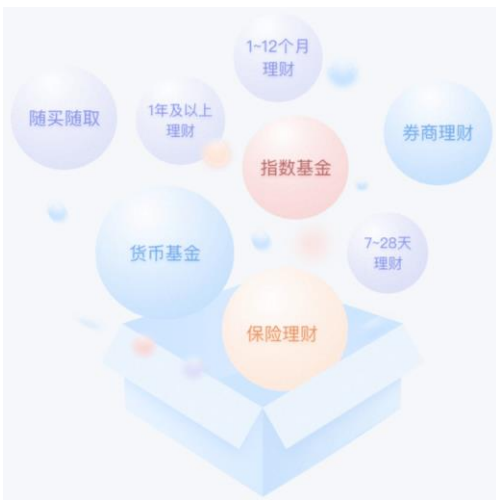
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 41: 微众银行贷款余额 (亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 42: 腾讯理财通覆盖业务



资料来源: 理财通官网

图 43: 微信分付功能



资料来源: 微信 APP

政策影响: 备付金扰动将逐步趋稳。支付业务积攒大量沉淀资金，利息是公司重要的收入来源。而支付业务受到央行备付金政策影响，备付金交付比例以及利息划拨将对沉淀资金带来的收益产生影响。2018年6月，央行规定在2019年1月6日要求100%交存备付金，对腾讯金融业务的利润以及收入产生较大影响。根据公司2019Q2财报，本季度作为全面缴纳备付金的季度，营业收入同比增长37.3%，但在扣除备付金影响之后的增长为57%，毛利率亦同比下滑2%。从最新政策趋势看，随着备付金逐步开始提供利息以及缴存比例的后续优化空间，备付金支付行业的扰动有望逐步趋于稳定。

表 6: 监管机构针对备付金的政策

时间	文件	内容
2017.01	关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知	自 2017 年 4 月 17 日起, 支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户, 该账户资金暂不计付利息。各支付机构首次交存的具体比例根据业务类型和分类评级结果综合确定, 交存金额根据上一季度客户备付金日均余额计算, 每季度调整一次。
2017.12	关于调整支付机构客户备付金集中交存比例的通知	2018 年 2 月至 4 月按每月 10% 逐月提高集中交存比例, 到 4 月提高至 50% 左右。
2018.05	支付机构客户备付金集中存管账户试点开办资金结算业务的通知	央行决定通过支付机构备付金集中存管账户试点开办资金结算业务, 即接管支付机构备付金集中存管账户。
2018.06	关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知	自 2018 年 7 月 9 日起, 按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例, 到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。
2018.12	关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知	要求支付机构能够依托银联和网联清算平台实现收、付款等相关业务的, 应于 2019 年 1 月 14 日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户, 规定可以保留的账户除外。
2020.01	—	央行将第三方支付机构的备付金以 0.35% 的年利率按季结息, 并从中计提 10% 作为非银行支付行业保障基金。
2020.04	非银行支付机构客户备付金存管办法(征求意见稿)	对非银行支付机构客户备付金的存放、归集、使用、划转等存管活动作出规定, 规范非银行支付机构客户备付金管理。

资料来源: 中国人民银行, 中信证券研究部

利润测算: 金融业务中期有望贡献 20% 的利润。基于上述关于支付、信贷、理财通业务的分析, 同时暂不考虑保险等新业务的贡献, 我们发现, 中短期而言, 公司金融业务收入、利润贡献仍主要和支付业务相关, 信贷、理财通业务影响相对有限。基于上述假设, 我们测算 2020-2023 年公司金融业务收入分别为 1087/1382/1711/2091 亿元, 毛利率 39%/42%/45%/47%, 假定按照 20% 的运营费用率(公司平均水平), 则公司金融 2020-2023 年的运营利润预计为 209/311/425/571 亿元, 为公司贡献约 20% 的利润, 同时随着部分金融科技公司的上市, 亦会对公司金融业务估值形成正向支撑。

表 7: 腾讯金融业务测算 (亿元)

年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
支付业务	583.1	783.6	989.4	1246.0	1547.1	1903.6
理财通业务	9.0	24.0	34.5	43.9	53.6	62.9
信贷业务	15	37.5	63.25	92.25	110.25	124.75
收入合计	607.1	845.1	1087.1	1382.2	1711.0	2091.2
毛利润	187.50	282.90	426.23	587.19	767.36	989.37
毛利率	31%	33%	39%	42%	45%	47%
运营费用率	20%	20%	20%	20%	20%	20%
运营利润	66.1	113.9	208.8	310.8	425.2	571.1

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部测算

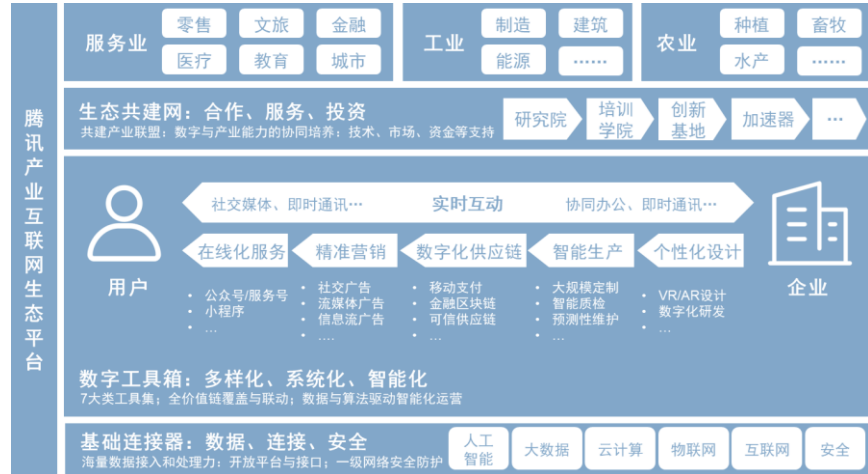
■ 产业互联网: 长期成长性的主要来源

组织架构与战略: 集中 2B 资源, 打造企业数字世界连接器

腾讯产业互联网: 定位企业连接器, 数字世界的接口。腾讯在 2018 年 9 月成立 CSIG 事业群后, 腾讯产业互联网战略围绕“数字化助手”, 致力于成为企业与数字世界的接口

连接器而不是替代传统产业。基于上述战略，腾讯在基础设施、数字化工具、生态建设、等领域广泛布局，力图打造数字生态共同体。

图 44：腾讯产业互联网定位企业连接器



资料来源：腾讯研究院

蓝图布局：依托基础设施能力，延伸垂直领域场景落地。在业务布局上，腾讯基于云、安全、AI、LBS、小程序等五大基础设施，全面向上延伸生态合作伙伴与渠道，共同为生态客户提供基于场景的系统化、定制化行业解决方案，核心场景包括出行、教育、医疗、零售、制造、地产、金融等领域。

图 45：腾讯产业互联网布局



资料来源：腾讯研究院

运营策略：打通基础层，专注 C2B 生态体系运营。2018 年 9 月，腾讯将原云计算等基础技术能力与行业方案进行整合，成立全新的事业群——云与智慧产业事业群（CSIG，即 Cloud and Smart Industries Group）。在 CSIG 的全新体系下，腾讯在与企业和政府等机构客户的合作中，业务接口更加集中，合作规则更加清晰，资源能力更形成合力。腾讯也将充分地发挥数字化服务潜能和差异化优势：不但要能够提供基础工具和能力，还要能快速响应个性化需求。在运营层面，腾讯将 C2B 作为核心抓手，以其社

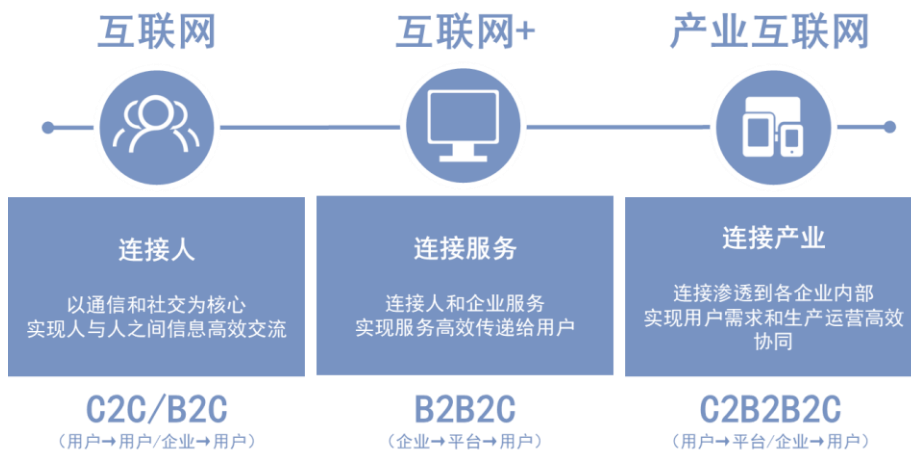
交平台作为基础平台，向用户提供数字化工具，实现消费者与企业之间的连接。基于 C2B 的运营策略，腾讯将连接人、连接服务、连接产业作为其产业互联网的主要突破方向，基于技术储备提供强大的企业服务。同时利用产销的数字化，在 C2B 基础上，带动企业实现 B2B2C 的触达，强化了腾讯作为“连接器”的战略定位。

图 46: CSIG 组织架构



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 47: 腾讯产业互联网三大连接策略



资料来源：腾讯研究院

图 48: 腾讯基于 C2B 实现 B2B2C



资料来源: 腾讯 2020 数字生态大会

内部生态: 腾讯产业互联网的强大支撑。腾讯系在游戏、音视频、支付以及在线生活等领域的全面布局, 在完善腾讯业务生态的同时, 亦为腾讯云提供了潜在的业务支撑, 为腾讯云的迭代升级、用户增长提供了机遇。同时, 以小程序为代表的社交平台是基础功能外延的重要工具, 小程序已经具备超过 8 亿的活跃用户, MAU 超过 500 万的小程序已经达到 1200 余个, 而随着在电商、直播、营销以及基于二维码的接入渠道, 小程序已经逐步成为中小企业数字化的核心工具。通过小程序、二维码, 将微信流量导入到微信小商店、企业微信, 因此小程序有望成为中小企业、长尾用户数字化的重要渠道, 腾讯云通过接入小程序, 有望吸引大量中长尾企业上云。

图 49: 腾讯生态体系

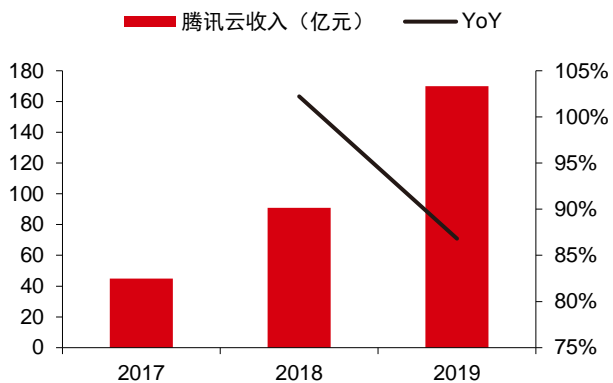


资料来源: 腾讯 2020 云生态大会

基础层：持续强化 IaaS 与 PaaS 能力

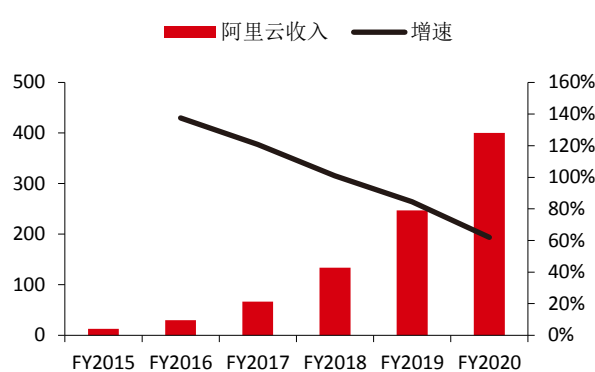
腾讯云：2019 年收入 170 亿元，约为同期阿里云一半。2019 年腾讯云实现收入 170 亿元，对应增速 84%，收入量级约为同期阿里云的一半。从腾讯历次财报的表述来看，腾讯云收入增长主要来源于互联网用户（游戏、影音）、金融、线下零售等，虽与阿里云所覆盖的用户群有一定交叉，但在互联网泛文娱领域，腾讯依靠多年技术积累，仍占据了较大的优势。

图 50：腾讯云收入



资料来源：腾讯财报，中信证券研究部

图 51：阿里云收入（亿元）



资料来源：阿里巴巴财报，中信证券研究部

产品布局：强化 IaaS+PaaS 基础能力。腾讯云产品从 IaaS 到 SaaS 实现全链条覆盖。IaaS 层面，腾讯提供基础的计算、存储功能，同时在 IaaS 基础上持续强化 PaaS 能力，提供数据平台、AI 平台、即时通信等相关的 PaaS 能力。基于腾讯社交与音视频能力，在 SaaS 层面针对协同办公、视频会议，推出腾讯会议、企业微信等 SaaS 产品。形成了完整的云计算产品体系，同时通过整体云生态体系，实现从 IaaS 到 SaaS 的协同。

图 52：腾讯云产品图景



资料来源：腾讯云官网

- **IaaS: 不断夯实基础能力。**腾讯云在 IaaS 层的计算、存储、网络、CDN、数据库等领域已经建立起完整的产品体系，不断夯实在云底层基础设施领域的的能力。依托腾讯在内容产业的优势，在 CDN 及网络领域，强化在内容分发、带宽等的的能力，形成腾讯独特 IaaS 能力。

表 8: 腾讯云 IaaS 服务

IaaS 模块	主要产品
计算	云服务器、轻量应用服务器、GPU、FPGA、专用宿主机、黑石物理服务器、弹性伸缩、批量计算、边缘计算机器
存储	对象存储、文件存储、归档存储、云 HDFS、存储网关、云硬盘、云数据迁移、日志服务
网络	负载均衡、私有网络、专线接入、云联网、弹性网卡、NAT 网关、对等连接、VPN 连接、网络流日志、公网加速、带宽与流量包、弹性公网
CDN	内容分发、全站加速、全球应用、安全、X-P2P、全球办公
数据库	MySQL、CynosDB、MariaDB、SPL Serve、Postgre SQL、TSDQL、Tdata、Redis、MongoDB

资料来源: 腾讯云官网, 中信证券研究部

- **PaaS: 增强垂直领域实力, 注重场景思维。**在 PaaS 层, 腾讯在信息安全、数据分析、垂直类应用等领域发力, 同时依托在即时通信以及影音的布局, 强化通讯、视频、直播、游戏、金融等方面接入能力, 形成在部分垂类领域的 PaaS 核心竞争力。此外, 腾讯云面向丰富的业务场景, 提供整套行业和技术解决方案, 助力客户安全高效上云。而与腾讯生态密切相关的相关行业, 如游戏、金融、教育、大数据、智慧零售、小程序等, 亦是腾讯云重点布局的垂直场景。

表 9: 腾讯云 PaaS 能力

PaaS 模块	主要产品
基础	容器、视频服务、视频智能、云通信、serveless、云开发、中间件、数据处理、量子计算
安全	网络安全、终端安全、应用安全、业务安全、安全管理、数据安全、安全服务
大数据	云智大数据平台、云智大数据可视化、云智大数据应用
垂直应用	AI、企业应用、行业应用
开发者套件	云资源管理、管理与审计、监控与运维、开发者工具

资料来源: 腾讯云, 中信证券研究部

图 53: 腾讯云基于场景的业务划分



资料来源: 腾讯云

- **大力扩展金融、政府以及泛娱乐产业客户。**腾讯依靠在游戏、音视频领域的深耕，已充分吸收互联网公司作为自身核心用户群体。截至 2020Q2，公司已服务超过 70% 的游戏公司，视频行业渗透率达 90%，Top100 的直播平台渗透率 80%。在腾讯云发展初期，除泛娱乐行业，依托微信所构建的支付、电商以及小程序体系，公司亦在线下零售、金融领域进行拓展，同时依靠健康码等在数字政府领域占据一席之地。

表 10: 腾讯云历次季报对经营的描述

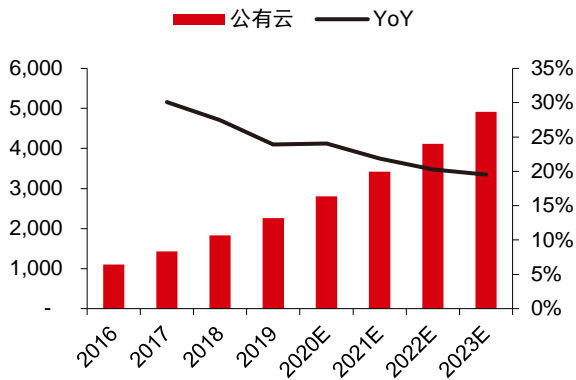
时间节点	相关表述
2020Q2	腾讯云服务国内超过 70% 的游戏公司，视频行业的渗透率 90%，在 Top 100 的直播平台中，有 80% 的公司使用腾讯云
2020Q1	电商类公有云服务中排名第一，服务了国内 70% 的游戏公司。视频行业渗透率达到 90%。
2019Q4	销售团队的不断优化，付费客户数超过 100 万
2019Q3	教育、金融、民生服务及零售业等的客户基础扩大，扩大云业务规模及优化供应链，我们云服务的营运效率有所提升。
2019Q2	扩大销售团队及产品类型，以获得更多主要客户及大型合同，与独立软件开发商及代理商深化中小企业客户的渗透。
2019Q1	主要因为 IaaS、PaaS 及 SaaS 产品种类扩大及产品提升，使付费客户群有所增长
2018Q4	付费客户同比增长逾一倍。开发并推出新的 IaaS 和 PaaS 产品。利用 AI 及安全能力，加强金融及零售云服务
2018Q3	云服务在游戏及直播领域维持领先地位，并扩大了在金融及零售等其他行业的市场份额。付费客户同比三位数百分比增长
2018Q2	更好地满足特定行业需求外，投资并与信息系统供货商建立伙伴关系，以提供更多定制化云服务，加快线下行业的扩张
2018Q1	加强游戏及视频云服务的核心能力，并提升我们在金融、市政及零售服务等领域的实力

资料来源：公司财报，中信证券研究部

市场对于腾讯云的分歧：增长空间、盈利能力的提升。成长性上，阿里云占据国内云计算市场 40% 的份额，并仍处在高速增长阶段，而腾讯当前仅有阿里云的一半，市场担忧腾讯云能否在激烈的市场竞争中逐步提升市场份额；财务层面，由于云计算的重资产以及早期属性，市场对腾讯云的盈利能力同样担忧。但我们认为，综合国内云计算行业的发展路径、腾讯云固有的优势，腾讯云的中长期空间依旧可观。我们将从市场空间、竞争格局、盈利能力等方面，对腾讯云 IaaS+PaaS 进行系统分析。

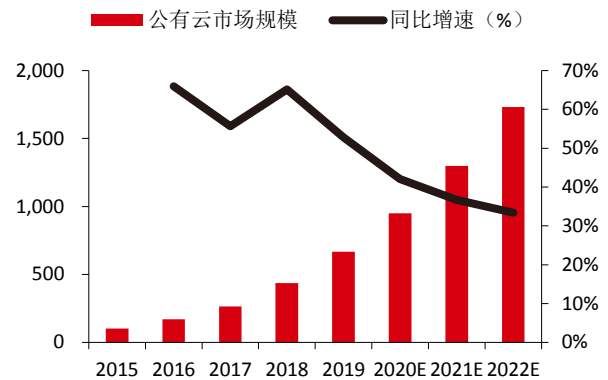
市场空间：中期仍有望继续维持较高增速。在我们之前的多篇云计算系列报告中，已经对国内云计算的产业逻辑、发展路径做出详尽分析，核心结论是，国内云计算市场的产业逻辑、发展路径、市场格局演变和欧美市场基本类似，双方之间的差异更多体现在发展阶段上，其中在 IaaS+PaaS 环节，国内市场整体较欧美市场滞后约 4~5 年左右。2019 年全球公有云计算市场规模达到 2262 亿美元的量级，增速 24%。根据 IDC 数据统计，2019 年国内云计算市场增速超过 50%，参考欧美市场过去数年的发展历史，我们预计国内云计算市场中期仍有望继续维持较高增速。从产品结构上看，目前国内云计算市场主要份额仍以 IaaS 业务为主，随着市场的逐步向前发展，云计算厂商向 PaaS、SaaS 等上游环节的拓展&布局，有望推动行业规模、盈利能力等指标持续改善。

图 54: 全球云计算市场规模与增速 (亿美元)



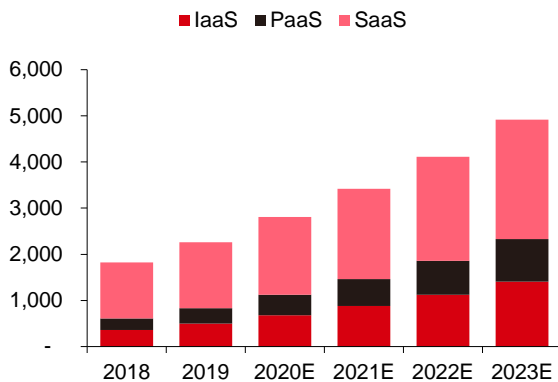
资料来源: IDC (含预测), 中信证券研究部

图 55: 中国公有云市场规模与增速 (亿元)



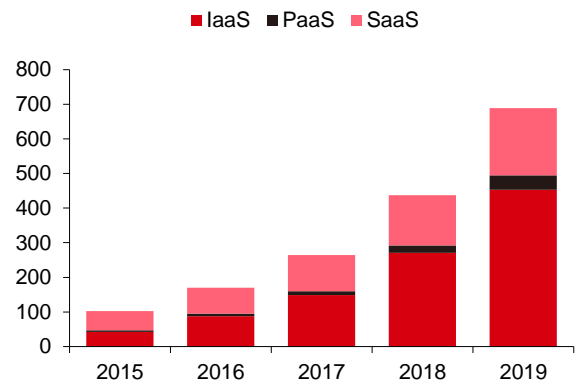
资料来源: IDC (含预测), 中信证券研究部

图 56: 全球云计算市场细分占比 (亿美元)



资料来源: IDC (含预测), 中信证券研究部

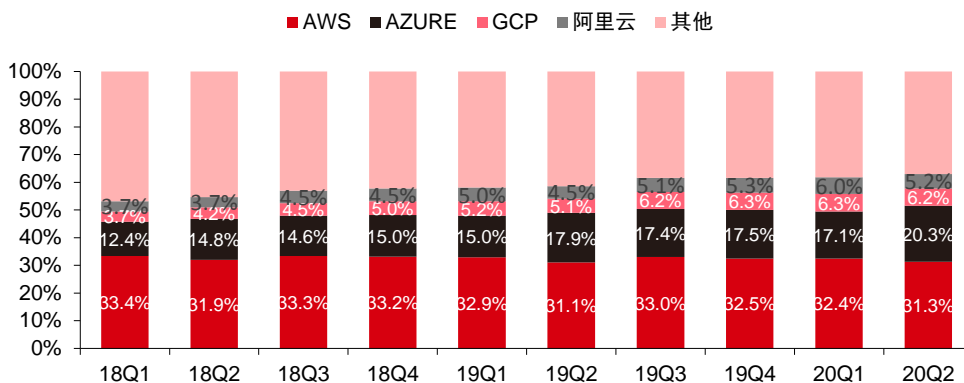
图 57: 中国云计算细分占比 (亿元)



资料来源: 中国信通院, 中信证券研究部

竞争格局: 行业有望强者恒强, 腾讯云稳居国内 TOP 2。 IaaS、PaaS 云计算是典型的重资产行业, 需要大量资本开支投入, 同时由于规模效应的存在, 往往具备充足现金流、具备一定规模的云计算公司能够具备更灵活的定价体系, 因此我们看到近年来中小企业加速出清, 头部云计算公司的市场份额持续提升。2018Q1-2020Q2, 前四大云计算厂商 (亚马逊、微软、谷歌、阿里) 的市场份额从 53.2% 增长至 62.9%。中国市场, 云计算厂商份额变化亦呈现上述特点, TOP2 厂商 2019Q4 累计市占率 64%, 较 2019Q1 提升 2pcts, 头部效应持续加强, 而腾讯市场份额亦稳步提升至 18%, 仅次于阿里云, 从份额、增长前景看, 若国内市场形成与海外类似的市场结构, 腾讯大概率已经进入第一梯队, 并有望保持领先地位。

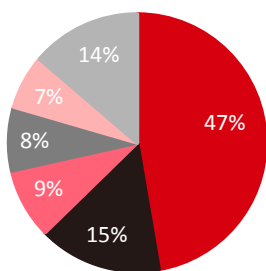
图 58: 全球 IaaS+PaaS 市场份额 (公有云+私有云, 按季度)



资料来源: canalys (含预测), 中信证券研究部

图 59: 国内 IaaS+PaaS 市场份额 (2019Q1)

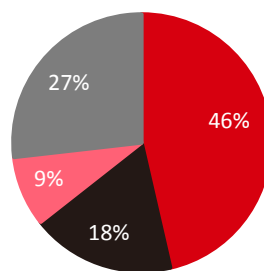
阿里云 腾讯云 AWS 百度云 中国电信 其他



资料来源: canalys, 中信证券研究部

图 60: 国内 IaaS+PaaS 市场份额 (2019Q4)

阿里云 腾讯云 百度云 其他



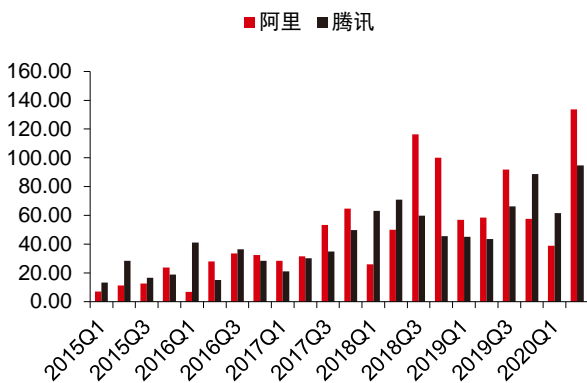
资料来源: canalys, 中信证券研究部

盈利能力: 资本开支、业务结构&价格制约短期盈利, 中期依靠规模效应逐步提升。

IaaS+PaaS 业务具有典型的规模效应, 从 AWS、阿里云的历史经验看, 规模效应持续凸显带来的单位成本摊薄, 技术进步带来的硬件利用效率提升, 以及高毛利率的 PaaS 等业务占比的提升等, 均有助于阿里云盈利能力的持续改善, 例如 AWS 运营利润率在 2016 年之后快速提升, Azure 利润率亦从 2018 年开始显著改善。2020Q2, 阿里云运营亏损率收窄至-14%, EBITDA 率亦改善至-2%。但中短期来看, 腾讯在基础设施的投入尚在持续, 中期内依旧面临较大的资本开支压力、激烈市场竞争&PaaS 占比较低带来的定价压力等。但中期看, 随着网络节点、可用区的逐步提升, 腾讯云在中长期料将进一步提升盈利能力。

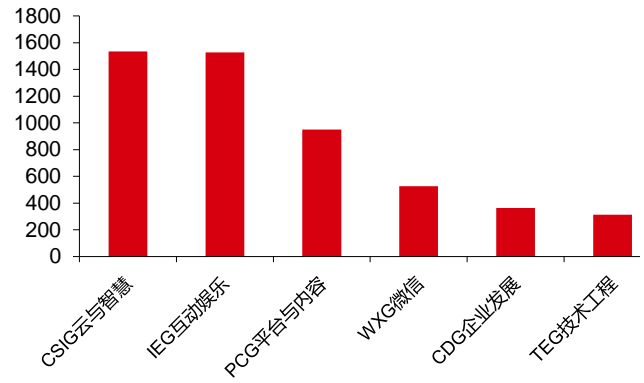
资本开支: 持续建设云计算基础设施。 依托庞大的在手现金, 在人员招聘、资本开支等层面, 腾讯云一直在保持激进投入, 目前腾讯云 BG 在岗人员已经超过 1 万人, 且在招聘岗位数量亦在公司各 BG 中排名第一。自 2015 年以来, 腾讯持续增加对基础设施的投资, 并在 2019 年以来加强投资力度, 资本开支层面, 腾讯与阿里的资本开支绝对数额差距逐渐缩小, 但高额开支将对利润、现金流产生一定侵蚀。

图 61: 腾讯、阿里资本开支 (亿元)



资料来源: 各公司财报, 中信证券研究部

图 62: 目前腾讯各事业群在招聘岗位统计 (个)



资料来源: 公司招聘网站, 中信证券研究部

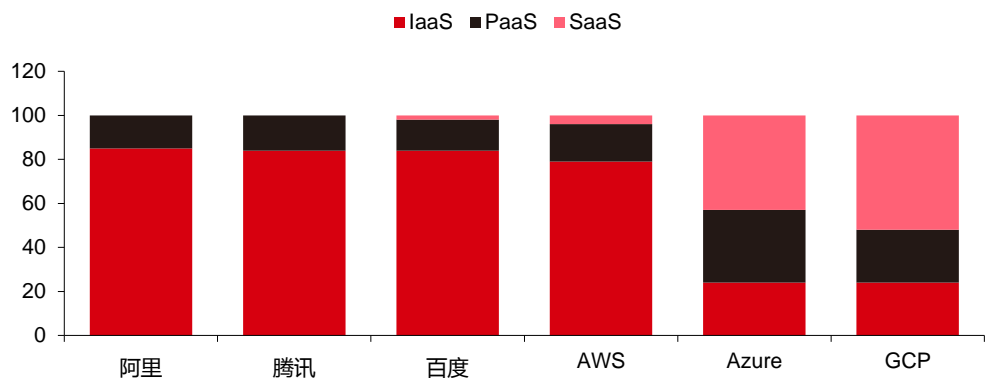
表 11: 中美云计算巨头资本开支以及云业务收入规模 (亿美元)

公司	CY 2019 资本开支	CY 2019 云业务收入规模(IaaS+PaaS)	CY 2019 云业务收入增速
阿里巴巴	38	51	66%
腾讯	35	24	87%
亚马逊	265	347	37%
微软	135	183	66%
谷歌	235	62	81%

资料来源: 各公司财报, 中信证券研究部 注: 阿里统计经营资本支出, 腾讯统计资本支出扣减土地购置

业务结构: 以 IaaS 为主的产品结构导致定价偏低。 IDC 数据显示, 2019 年 PaaS 业务贡献腾讯云约 16% 收入, 考虑到国内云计算市场对份额的激烈争夺, 以及各主要厂商当前收入仍主要集中于 IaaS, 彼此间产品差异性不足, 因此价格端压力仍将持续存在。腾讯作为国内云计算的后发玩家, 依靠 IaaS 基础设施的高性价比, 腾讯在价格层面较阿里云更具优势, 腾讯亦可通过性价比吸引新上云用户, 建立新的客户关系, 但也将由此带来对利润的压力。

图 63: 主要云厂商云业务拆分 (2019 年)



资料来源: IDC, 中信证券研究部

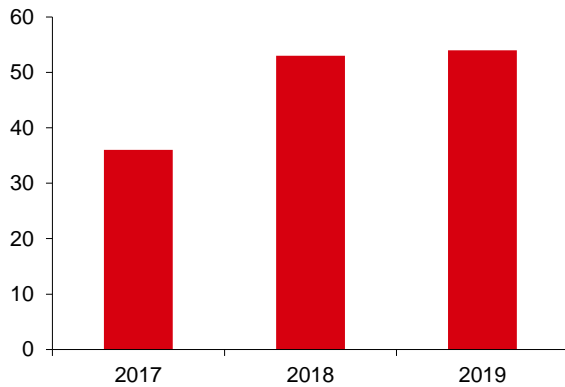
表 12: 2020 年 618 腾讯云、阿里云服务器价格 (元)

服务器配置	腾讯云		阿里云	
	1 年	3 年	1 年	3 年
1 核 2G1M	95	288	91.8	367.2
2 核 4G3M	428	1288	541.2	1623.6
4 核 8G5M	888	1999	1046.04	2728.8

资料来源: 腾讯云、阿里云商城, 中信证券研究部 注: 阿里 1 核 2G1M 配置为突发性能型

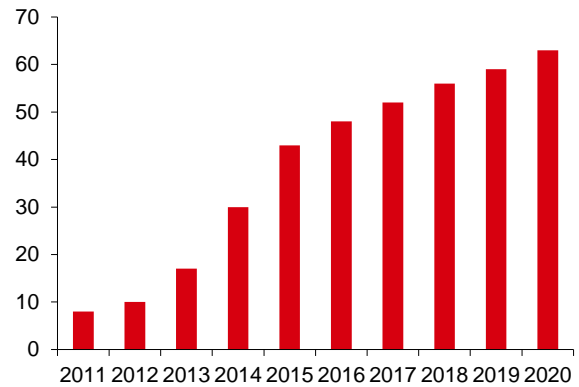
- **中期利润的提升: 规模效应的改善。**2019 年腾讯云可用区已经达到 54 个, 相比阿里云 64 个, 差距逐步缩小。网络节点方面, 腾讯依靠大量的海外游戏需求, 在海外节点的布局要优于阿里, 阿里云在全球范围内拥有 2800 余个 CDN 节点, 其中国内超过 2300 个, 海外 500 余个, 腾讯整体节点 2100 多个, 国内 1100 余个, 数据中心、网络节点尚未带来充分的规模与网络效应。因此从短期看, 预计腾讯云在开支压力下利润将持续承压。虽然在短期内受制资本开支、价格压力的影响, 但回顾 AWS 的发展历程, 伴随服务器数量、基础设施逐步建成, 以及软硬件的优化, 基础设施的单位运营成本将逐步摊, IaaS+PaaS 的营业利润可以达到 30% 以上, 我们判断随着腾讯云的持续追赶, 中期利润端将逐步进入改善通道。

图 64: 腾讯云可用区 (个)



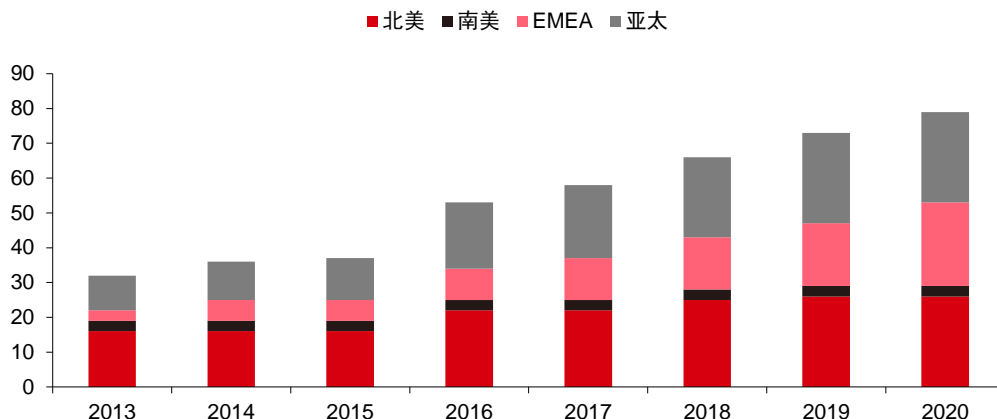
资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部

图 65: 阿里云可用区 (个)



资料来源: 阿里云官网, 中信证券研究部

图 66: AWS 全球可用区数量



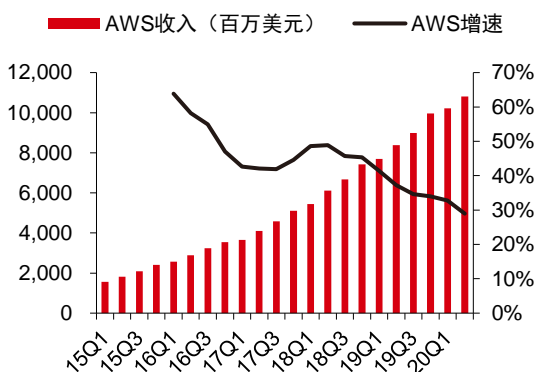
资料来源: AWS 官网, 中信证券研究部

表 13: AWS 服务器折旧年限、运营利润相关性测算

亚马逊服务器账面价值(亿美元)	折旧年限	年折旧额(亿美元)	AWS 使用占比	服务器折旧/AWS 收入比重
276	3	92	50%	26%
276	4	69	50%	20%

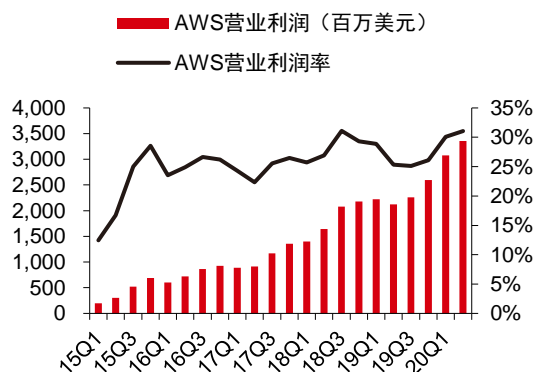
资料来源: 亚马逊财报, 中信证券研究部

图 67: AWS 收入



资料来源: 亚马逊财报, 中信证券研究部

图 68: AWS 营业利润

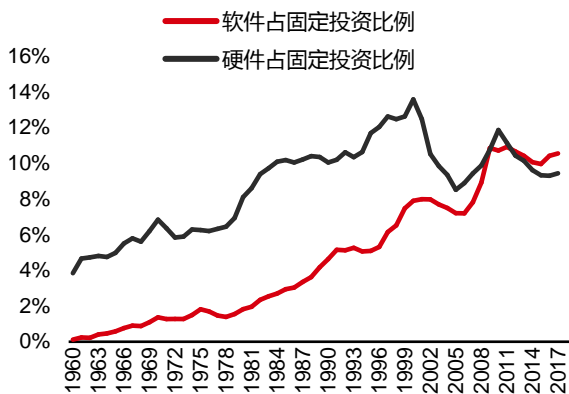


资料来源: 亚马逊财报, 中信证券研究部

应用层: 构建生态, 培育 SaaS 能力

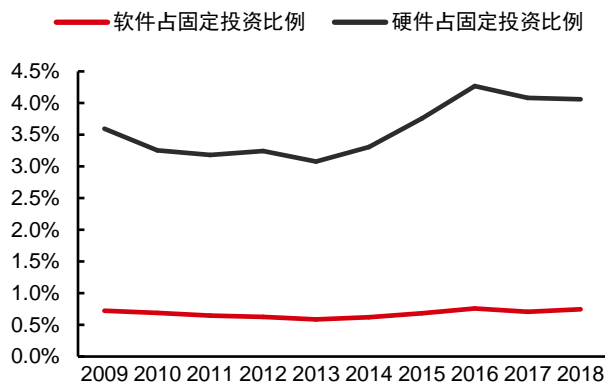
中美 SaaS&软件市场: 基础技术、市场结构差异明显。美国 IT 和软件市场基础较好, 企业部门在软件领域的支出已经超过硬件, 根据彭博数据, 2020 年 Q2 互联网和软件 &SaaS 行业在美股科技股市值比重亦持续提升至 72%。因此, 美国协同办公市场高度垂直化, 分工较细。由此我们看到, 以 FAAMG 为代表的科技巨头与大量专业 SaaS 厂商得以共存。而在中国市场, 由于基础软件生态尚未全面成熟, 原生云厂商规模相对较少, 传统软件厂商亦处在转云初步阶段, 也使得国内鲜有纯真的 SaaS 龙头企业。

图 69: 美国 IT 投资占固定资产投资比例历史走势



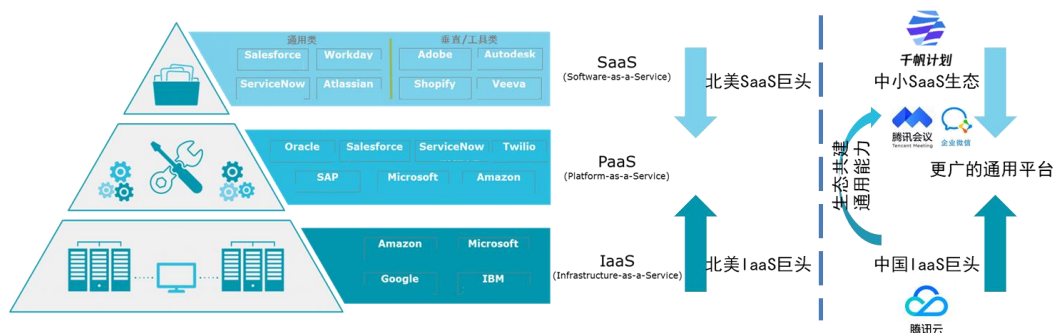
资料来源: 美国经济分析局, 中信证券研究部

图 70: 中国 IT 投资占固定资产投资比例历史走势



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 71: 北美市场科技巨头与中小 SaaS 厂商共存



资料来源: 中信证券研究部绘制

应用层: 科技巨头有望发挥独特能力。伴随大企业原有数据向云端迁移, 以及数据和运算量激增, 应用层料将呈现如下特征: 1) IaaS 巨头将成为 PaaS 市场主导者, 市场格局趋于稳定, 新进入者面临较大挑战; 2) SaaS 层面, 软件企业云化, 聚焦大企业客户仍将是最佳策略, 第三方云服务厂商将主要借助垂直领域细分优势, 并依附于云计算巨头生态实现价值落地。我们认为, 国内科技巨头在上述领域具备独特的优势:

- **PaaS: 依托 IaaS 优势, 持续扩展平台及解决能力。**北美市场 IaaS (亚马逊、微软、谷歌)、SaaS (Salesforce、ServiceNow) 巨头已经在 PaaS 领域占据主导地位, 并借助 IaaS、SaaS 层优势不断强化这种优势格局, 这种优势来自各类 PaaS 能力的聚合和管理能力以及与相关业务的协同效应, 导致大量的中小 PaaS 厂商或依附于 IaaS、SaaS 巨头构建的 PaaS 生态体系, 或被淘汰出局。在国内市场, 由于尚未诞生真正的 SaaS 巨头, 因此在 IaaS 层面已经占据优势的阿里、腾讯有望发挥在 PaaS 层面的能力。
- **SaaS: 从轻量级平台入手, 打造通用能力。**与美国 SaaS 企业从跨行业平台类功能软件开始慢慢切入至垂直领域不同, 国内 SaaS 市场由于软件能力制约, 垂直类的或者轻量级功能系统由于开发成本低、集成能力与通用能力相对较强, 有

望来带动客户的刚需和付费意愿。但国内头部科技巨头资源更集中，这意味着当消费者端业务开始放慢、企业需求端真正有上升趋势的时候，头部公司更有能力在短期内切入企业端开发出可行方案。专业软件领域，巨头依靠生态的优势，对行业理解有独特性有望发挥独特作用。

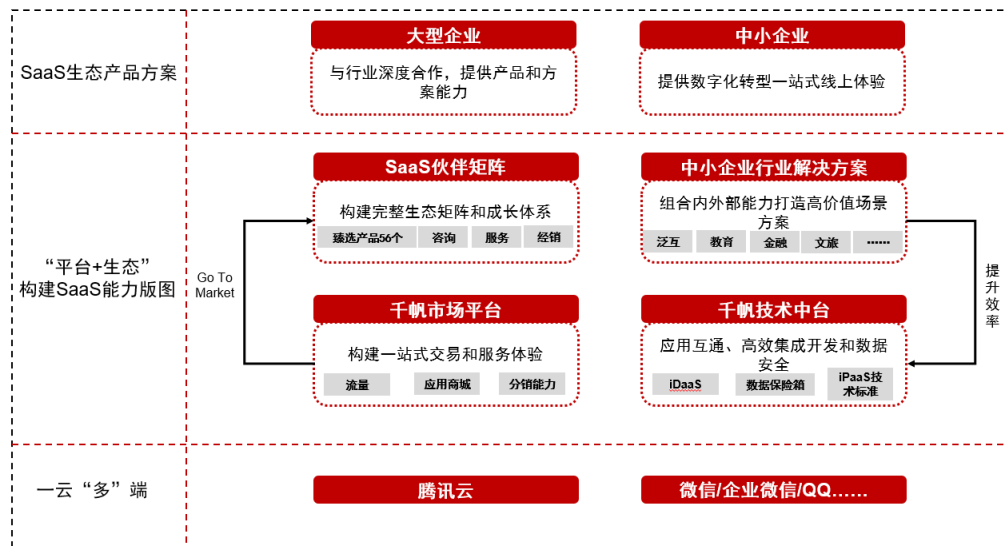
表 14: 国内科技巨头 SaaS 产品

产品	定位	用户体量
钉钉 (阿里巴巴)	注重企业内部管理, 阿里 SaaS 被集成、云钉一体战略平台	累计用户数超过 3 亿, 企业组织数超过 1500 万
企业微信 (腾讯)	扎根微信生态, 主打客户管理	服务超过 250 万家企业, 活跃用户达到 6000 万
飞书 (字节跳动)	专注效率与协同的互联网工具	日活跃用户规模超过 50 万
WeLink (华为)	源自数字化实践, 智能场景综合多元	WeLink 用户已达 19.5 万, 联接团队 52 万个
腾讯会议 (腾讯)	专注音视频会议	日活用户超千万, 国内第一

资料来源: 各公司官网, 中信证券研究部

腾讯 SaaS 生态: 依靠千帆计划, 吸引 SaaS 伙伴搭建更广泛的通用能力平台。2019 年 12 月, 腾讯发布基于“一云一端三大项目”的 SaaS 千帆计划, 2020 年 9 月升级为一云多端。“一云”代表腾讯云将为 SaaS 企业提供稳定的基础设施和底层技术支持, “多端”代表企业微信、微信等为 SaaS 企业提供 C2B 的连接能力。“三大项目”则包括 SaaS 加速器、SaaS 技术联盟和 SaaS 臻选, 为分别提供资本、技术以及销售服务支持。我们认为, 以千帆计划为代表, 腾讯云的目的在于通过吸收众多发展早期的 SaaS 厂商进入腾讯生态, 以实现在通用能力上的迭代升级, 依靠强大的通用性实现更强的定价能力。

图 72: SaaS 千帆计划



资料来源: 腾讯云官网, 中信证券研究部

- **打造 SaaS 在线市场。** SaaS 臻选基于腾讯广泛的流量与生态资源, 为厂商提供的销售与合作平台。通过在腾讯云市场的上线, SaaS 厂商可通过利用腾讯生态内的资源进行产品的推广、销售, 以实现生态内部与外部的对接。

图 73: 腾讯云市场生态



资料来源：腾讯云市场

- **基于腾讯基础设施，提供 PaaS 技术平台。** 依托腾讯自身的云基础设施以及生态企业的技术特点，SaaS 技术联盟将联合成员厂商的数据连接组件，共同构建 PaaS 技术平台，解决厂商之间相互割裂、集成难的问题，并在 PaaS 基础上构建统一技术标准，实现技术开发的协同。在规模方面，腾讯云目前已有 800 件合作伙伴，共同服务了超过 20 万家企业客户；在行业方面，已为 20 多个行业提供超过 300 个行业解决方案。我们认为，通过合作伙伴的引入与 PaaS 平台搭建，腾讯通用能力将持续提升。

图 74: 腾讯千帆计划打造 PaaS 中台



资料来源：腾讯云官网

- **并购整合：**除自研外，腾讯亦通过外部 M&A 等方式布局上层 SaaS 环节，首批 SaaS 加速器项目投资超过 300 亿元，在腾讯并购整合中，通用 SaaS 依旧是公司核心关注的模块。在通用模块基础上，投资垂直领域品类彰显腾讯对强化云应用通用能力的决心以及对上层应用的不断扶持拓展。

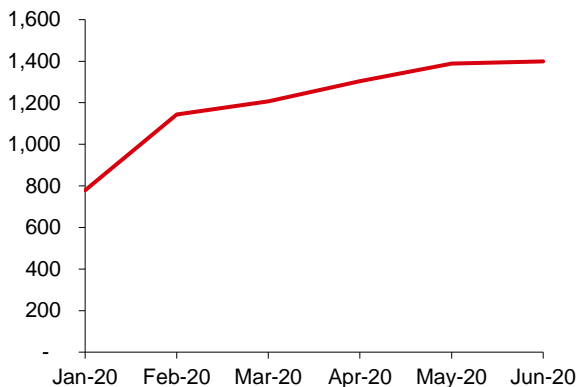
图 75: 首批 SaaS 加速器项目投资分布



资料来源：腾讯云官网

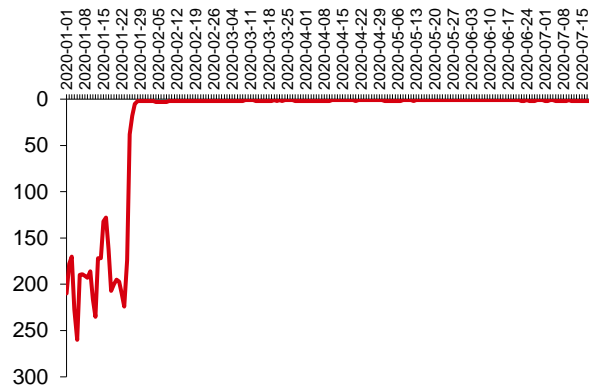
腾讯 SaaS 通用能力：腾讯会议、企业微信表现突出。借助疫情期间用户居家隔离的市场时机，公司企业微信、腾讯会议等 SaaS 核心产品表现突出。目前企业微信 DAU 已经超过 1300 万，腾讯会议长期位列国内 IOS 商务类应用下载量 TOP 1，叠加腾讯云在 SaaS 领域的积极布局（比如千帆计划等），长周期来看，上述 SaaS 应用有望和公司底层 IaaS 业务上下呼应，不断强化腾讯云整体能力。

图 76: 企业微信 DAU (万)



资料来源：易观，中信证券研究部

图 77: 年初至今腾讯会议在 IOS 国内商务 APP 下载量排名




资料来源：七麦数据，中信证券研究部

- **企业微信：定位于企业专属连接器。**企业微信于 2016 年上线，产品定位于“企业专属连接器”，即对内连接企业内部的人、设备、系统等，实现高效的沟通协作，对外连接消费者，通过企业微信与微信互通能力，让员工成为企业的服务窗口。具体运营数据层面，据公司在发布会现场披露信息，截至目前，企业微信已服务超过 250 万家企业，活跃用户达到 6000 万，服务涵盖 50 多个行业，超过 80% 的中国 500 强企业为企业微信客户，第三方合作伙伴达到 2.1 万家，每天有超过 470 万个系统连接在企业微信上运行。未来企业微信将与腾讯旗下云业务、行业解决方案等 2B 业务进行更好的融合、协同。参考海外社交巨头 Facebook，

依靠社交流量打造 WhatsApp 商用版本，同样与其社交属性链接，并在支付、客户关系维护方面进行维护，而 API 接口亦提供 PaaS 能力。

图 78: 企业微信核心功能



企业微信
对内让工作协同高效
对外连接12亿微信用户

- ✓ 连接微信
 - 客户联系/客户群/客户朋友圈
 - 企业微信小程序
 - 企业支付: 商户号
- ✓ 效率办公
 - 高效沟通: 显示未读或已读状态
 - 办公工具: 日程/会议/微文档/微盘/打卡/汇报/审批/公费电话/企业邮箱/...
- ✓ 行业方案
 - 零售行业: 客户联系/企业客户群/客户朋友圈/微信客户管理
 - 教育行业: 班级群/家校通讯录/家长通知/添加家长微信
 - 金融行业: 服务会话合规存档/服务质量合规审计/服务沟通安全管理
- ✓ 触达12亿微信用户; 覆盖80%的中国五百强企业
- ✓ 提供Mac/Windows桌面端, iOS/Android手机版APP

资料来源: 企业微信官网, 中信证券研究部

图 79: WhatsApp Business 功能



WhatsApp Business APP

- ✓ 适合本地商户, 中小企业
- ✓ 无需系统集成, 无API接口
- ✓ 通过Android/iOS APP使用
- ✓ 设置商业信息/工作时间
- ✓ 设置快速恢复
- ✓ 不能推送模版消息
- ✓ 只允许一个客服接入

WhatsApp Business API

- ✓ 适合中大型, 跨境企业
- ✓ 通过官方认证服务商 (BSP) 接入
- ✓ 与第三方系统集成使用 (无APP)
- ✓ 官方认证的企业信息 (绿色标识)
- ✓ 自动对话设置
- ✓ 批量推送模版信息 (每天10万用户)
- ✓ 允许多个客服坐席接入

资料来源: WhatsApp 官网, 中信证券研究部

- **腾讯会议: 国内在线视频会议龙头。**腾讯会议于 2019 年 12 月上线, 隶属于腾讯云与智慧产业事业群, 在推出两个月内日活跃账户已超过 1000 万。根据 2020 年 9 月发布数据, 注册用户超 1 亿, 是国内最大的视频会议应用。截至 2020 年 3 月 20 日, 通过与联合国的合作, 国际版 VooV Meeting, 已在全球超过 100 个国家、地区上线, 成为腾讯 SaaS 的明星产品。横向对比其他视频会议巨头, 腾讯会议在产品能力层面能基本满足一般会议需求, 在大型会议层面尚需加强, 但通过免费推广的策略以及后续商业化的持续推进, 腾讯会议作为国内少数突出重围的 SaaS 应用, 料将在中长期成为腾讯云估值提升的重要动力。

表 15: 腾讯会议与主流视频会议应用对比

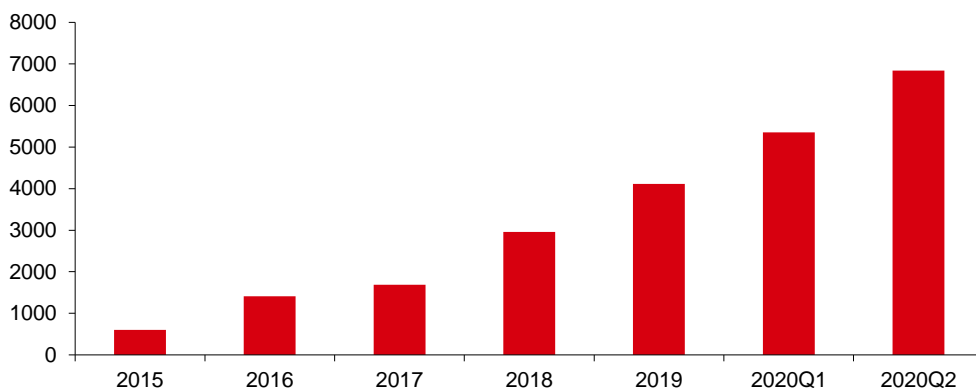
平台	收费标准/功能
VooV Meeting	Free Edition (适合个人): 限时 45 分钟, 最高 25 名参会者
	Pro Edition (适合小型团队): 目前免费, 国内版 99 元/月起; 不限会议时长, 最高 100 名参会者
	Enterprise Edition (适合大型企业): 根据企业规模和可选功能收费 支持 300+参会者, 提供云+会议室解决方案
Slack	Free 版本仅支持一对一视频
	Standard、Plus、Enterprise Grid 版本支持最高 15 人视频会议和屏幕分享
Zoom	Basic (个人会议): 免费
	Pro (适合小型团队): USD \$14.99/month/主持人
	商业版 (适合中小企业): USD \$19.99/month/主持人, 最少 10 位主持人 企业版 (适合大企业): USD \$19.99/month/主持人, 最少 50 位主持人
Microsoft Teams	Office 365 Business Premium: USD \$12.5/month 包含应用套件和 Exchange、OneDrive、SharePoint、Teams 四大服务 支持最高 10000 人会议
	Office 365 Business Essentials: USD \$5/month 包含网络版应用套件和 Teams 在内四大服务 支持最高 10000 人会议

资料来源: 各公司官网, 中信证券研究部

估值判断：参考 AWS，中期估值有望达到千亿美元量级

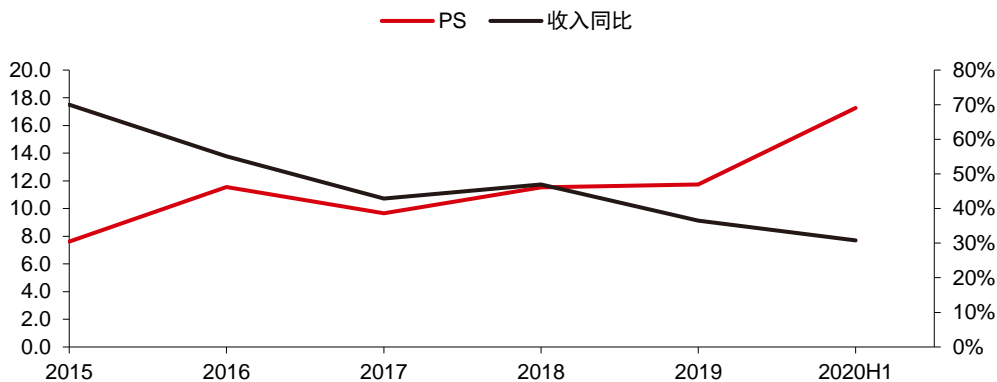
AWS 估值现状：P/S、EV/EBITDA 为现阶段 AWS 相对合适的估值指标，同时营收增速、盈利能力是影响其估值水平的主要因素。最近 5 年，伴随着市场对云计算行业前景认可度的持续提升，AWS 自身营收规模的扩大、市场地位的稳固，以及盈利能力的持续改善，市场对 AWS 的估值持续提升。截至目前，欧美主要机构对 AWS 的平均估值已经达到 6800 亿美元。今年以来，疫情对云计算需求的催化，显著提升了市场对 AWS 远期价值的预期，并带来 PS 的快速提升。

图 80：欧美主要卖方机构对 AWS 业务的平均估值变化（亿美元）



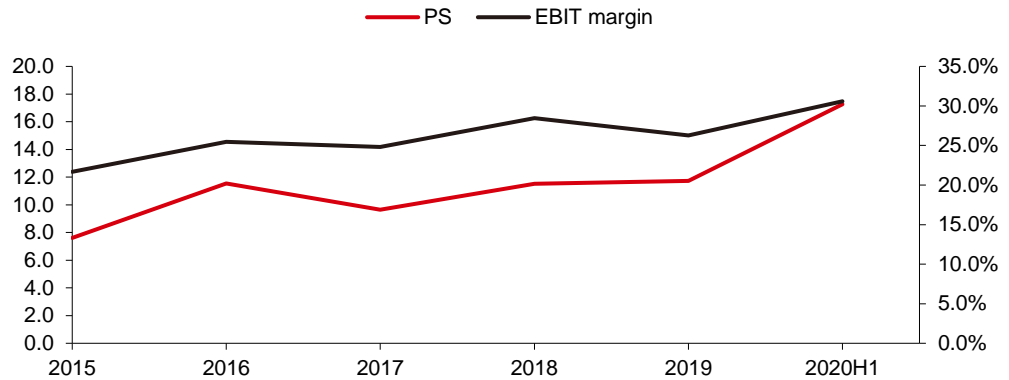
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 81：市场对 AWS PS 估值水平、成长性（TTM）



资料来源：彭博，亚马逊财报，中信证券研究部

图 82: 市场对 AWS PS 估值水平、盈利能力 (TTM)



资料来源: 亚马逊财报, 彭博, 中信证券研究部

腾讯云估值: 鉴于市场前景、竞争格局等层面的相似性, 市场当前对 AWS、阿里云的估值可作为腾讯云定价的基础参考。同时考虑到目前腾讯云优于 AWS 与阿里的营收增速, 但相对较弱的盈利能力, 中性情形下, 我们认为腾讯云的合理 PS 应在 10X 左右, 乐观情形下则可上升至 15X 左右, 与 AWS 持平。基于上述分析, 我们认为腾讯云中期合理价值应在千亿美元量级, 若采用 10X PS, 则对应 2020/21/22/23 年的估值为 392/602/871/1180 亿美元。

表 16: 腾讯云估值判断

年度(亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
国内企业 IT 支出规模	12,460	13,790	14,700	14,847	16,332	17,312	18,350
同比变化		10.70%	6.60%	1.00%	10.00%	6.00%	6.00%
国内云渗透率	2%	4%	6%	8.80%	12.00%	16.00%	20.00%
国内云市场规模	260	493	835	1308	1,960	2,770	3,670
国内云市场同比		89%	69%	57%	50%	41%	33%
腾讯云市场份额	0.3%	0.7%	1.2%	21.0%	21.5%	22.0%	22.5%
腾讯云收入规模	40	91	170	275	421	609	826
腾讯云收入同比		128%	87%	62%	53%	45%	36%
腾讯云估值							
PS (X)			10	10	10	10	10
目标估值 (亿元)			1,700	2,747	4,214	6,094	8,258

资料来源: Gartner, 公司财报, 中信证券研究部测算

风险因素

互联网行业监管政策持续收紧风险; 品牌广告主支出受经济波动影响风险; 效果广告行业竞争持续加剧风险; 新互联网产品&服务用户分流风险; 国内游戏行业政策反复波动

风险；公司核心游戏产品表现不及预期风险；资本开支导致利润承压的风险；疫情影响超预期导致企业 IT 支出明显下滑的风险。

除上述风险外，我们重点提示由于美国监管政策导致的 APP 禁用、潜在的并购审查等风险，根据公司管理层在 2020Q2 季报表述，美国收入在其全球收入中的比重不到 2%，美国业务在其广告总收入中的比重不到 1%，但考虑到当前复杂的外部环境，我们仍重点提示投资者需关注潜在的审查风险。

■ 投资建议

腾讯作为世界级科技巨头，当前市场对其分歧与共识并存。我们判断，公司互联网业务的中期业绩能见度相对较好，市场亦有基本共识，同时 2B 业务发展迅速，有望成为公司中长期成长性的主要支撑，值得重点关注。我们持续看好腾讯在数字化浪潮中的增长前景，继续维持公司 650 港币/股的目标价和“买入”评级。

表 17：腾讯控股盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	3,127	3,773	4,816	5,820	6,908
营业收入增长率 YoY	31%	21%	28%	21%	19%
净利润(亿元)	787	933	1,207	1,438	1,727
净利润增长率 YoY	10%	19%	29%	19%	20%
Non-GAAP 净利润 (亿元)	775	944	1,217	1,463	1,757
Non-GAAP 净利润增长率 YoY	19%	27%	31%	18%	21%
PE (GAAP)	59	50	38	32	27
PE (Non-GAAP)	60	49	38	32	26

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	312,694	377,289	481,606	582,034	690,761
营业成本	170,574	209,756	262,396	315,962	374,641
毛利率	45.45%	44.40%	45.52%	45.71%	45.76%
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	24,233	21,396	33,712	37,832	41,441
营业费用率	7.75%	5.67%	7.00%	6.50%	6.00%
管理费用	41,522	53,446	62,609	74,500	88,411
管理费用率	13.28%	14.17%	13.00%	12.80%	12.80%
财务费用	100	1,299	2,031	(385)	(3,205)
财务费用率	0.03%	0.34%	0.42%	-0.07%	-0.46%
投资收益	1,487	(1,681)	4,000	4,500	5,000
营业利润	94,466	109,400	149,858	178,626	214,466
营业利润率	30.21%	29.00%	31.12%	30.69%	31.05%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	94,466	109,400	149,858	178,626	214,466
所得税	14,482	13,512	25,476	30,366	36,451
所得税率	15.33%	12.35%	17.00%	17.00%	17.00%
少数股东损益	1,265	2,578	3,731	4,448	5,341
归属于母公司股东的净利润	78,719	93,310	120,651	143,811	172,666
Non-GAAP 净利润	77,469	94,351	121,651	146,311	175,666

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	94,466	109,400	149,858	178,626	214,466
所得税支出	-14,482	-13,512	-25,476	-30,366	-36,451
折旧和摊销	34,248	44,673	5,318	7,318	9,311
营运资金的变化	4,896	15,330	19,540	9,527	10,581
其他经营现金流	1,836	-7,301	-2,969	-5,885	-9,201
经营现金流合计	120,964	148,590	146,272	159,220	188,706
资本支出	-54,061	-56,988	-42,000	-42,000	-42,000
投资收益	1,487	-1,681	4,000	4,500	5,000
其他投资现金流	-99,339	-57,501	-5,000	-5,000	-5,000
投资现金流合计	-151,913	-116,170	-43,000	-42,500	-42,000
发行股票	-258	-774	0	0	0
负债变化	94,652	206,743	6,571	-6,266	13,000
股息支出	6,776	8,315	0	0	0
其他融资现金流	-65,790	-212,612	-2,031	385	3,205
融资现金流合计	35,380	1,672	4,540	-5,881	16,205
现金净增加额	4,431	34,092	107,812	110,839	162,906

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	163,322	132,991	240,803	351,642	514,551
存货	324	718	525	771	981
应收账款	28,427	63,679	43,345	52,383	62,161
其他流动资产	25,007	56,580	85,444	91,336	97,791
流动资产	217,080	253,968	370,116	496,132	675,492
固定资产	42,197	66,368	101,050	133,731	164,411
长期股权投资	227,790	221,894	221,894	221,894	221,894
无形资产	56,650	139,707	139,707	139,707	139,707
其他长期资产	179,804	272,049	285,049	298,049	311,049
非流动资产	506,441	700,018	747,700	793,381	837,061
资产总计	723,521	953,986	1,117,815	1,289,513	1,512,551
短期借款	26,834	22,695	18,266	0	0
应付账款	87,455	91,224	118,078	142,183	168,591
其他流动负债	88,146	126,237	127,259	127,859	128,481
流动负债	202,435	240,156	263,603	270,042	297,061
长期借款	87,437	104,257	110,257	117,257	125,257
其他长期负债	77,442	120,749	130,749	140,749	150,749
非流动性负债	164,879	225,006	241,006	258,006	276,006
负债合计	367,314	465,162	504,609	528,048	573,067
资本公积	23,121	31,269	31,269	31,269	31,269
其他所有者权益	323,510	432,706	553,357	697,168	869,831
少数股东权益	32,697	56,118	59,849	64,297	69,631
股东权益合计	356,207	488,824	613,206	761,465	939,484
负债股东权益总计	723,521	953,986	1,117,815	1,289,513	1,512,551

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	31.52%	20.66%	27.65%	20.85%	18.68%
营业利润	7.09%	15.81%	36.98%	19.20%	20.06%
净利润	10.08%	18.54%	29.30%	19.20%	20.06%
利润率 (%)					
毛利率	45.45%	44.40%	45.52%	45.71%	45.76%
EBITDA Margin	25.17%	24.73%	25.05%	24.71%	25.00%
回报率 (%)					
净资产收益率	24.33%	21.56%	21.80%	20.63%	19.85%
总资产收益率	10.88%	9.78%	10.79%	11.15%	11.42%
其他 (%)					
资产负债率	50.77%	48.76%	45.14%	40.95%	37.89%
所得税率	15.33%	12.35%	17.00%	17.00%	17.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

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。	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（仅就本研究报告负责条款而言，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 Dalamal 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.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

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 由荷兰金融市场监管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 2020 版权所有。保留一切权利。