腾讯 2017Q3 短评报告：净利润同比增长 69%，全面布局游戏和数字内容，金融、云和 AI 将成中长期增长引擎

方正证券研究所证券研究报告

腾讯（700.HK） 公司研究

传媒行业 公司短评报告

2017.11.16

分析师： 杨仁文

执业证书编号： S1220514060006

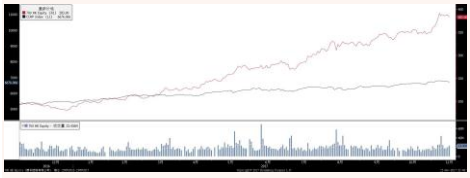
E-mail： yangrenwen@foundersc.com

联系人： 钟星杰

TEL： 021-50196258

E-mail： zhongxingjie@foundersc.com

历史表现：



数据来源：Bloomberg 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：

腾讯公布 2017Q3 财报，2017Q3 营收 652.1 亿元，超出市场预期 7%，同比增长 61%，环比增长 15%；营业利润 227.46 亿元，同比增长 57%，环比增长 1%；归属于腾讯的净利润为 180.06 亿元，同比增长 69%，环比下降 1%；每股摊薄盈利为 1.89 元，同比增长 68%，环比下降 1%。

点评：

1. 海量用户构筑核心竞争力，社交链向泛工作关系网络延伸

腾讯长期以来的最大优势在于通过社交媒体产品积累的海量用户基础。2017 三季度，微信 MAU 达到 980 百万，同比增长 16%。微信 DAU/MAU 为 92%，用户粘性继续居于全球主要社交媒体之首。

2. 现象级手游和王牌端游霸占市场，游戏组合多元化

三季度游戏收入攀升至 266.48 亿元，手游占比达 55%，以《地下城与勇士》、《英雄联盟》为代表的王牌端游及以《王者荣耀》、《魂斗罗：归来》的新老手游助推游戏营收增长，生存射击类游戏公测用户数均破 2 千万，市场可观。

3. 腾讯视频会员规模创行业新高，在线音乐加大版权投入

腾讯视频内容覆盖度处于行业领先。尤其是在视频内容的月总播放量、月总设备数等维度上，腾讯视频以绝对优势保持第一。目前国内月活过亿级的应用有酷狗音乐、QQ 音乐和酷我音乐，均为腾讯音乐娱乐集团旗下应用。

4. 视频广告变现能力提升，微信广告形态迭代加速

腾讯新闻和腾讯视频信息流资源上线腾讯社交广告平台，帮助广告主精准触达目标用户，增加广告主 ROI。微信在朋友圈和公众号开发信息流广告，广告定价主要以效果计价，包括 CPM、CPC 等。

5. 金融、云和人工智能加速发展，将成中长期增长引擎

微信支付成为腾讯金融全业务流量的重要来源，线下支付月交易次数同比增加 280%。腾讯云目前在全球运营 36 个可用区，在为金融及电子商务客户提供端到端解决方案方面取得显著发展。持续投入加强 AI 云技术、大数据分析及安全基础设施，将向第三方公司开放云计算及 AI 技术，以打造繁荣的生态系统。

6. 彭博一致预期：根据彭博一致预期，公司 FY17-20 调整后 EPS 为￥6.72/8.67/10.92/14.40，对应 PE 为 49/38/30/23X。公司短期继续依靠手游强大的变现能力，通过内容投资，社交付费以及广告变现正蓬勃发展，正在加速的金融支付、云服务以及 AI 领域的布局将在中长期成为公司继续高速发展的强大引擎。

风险提示：

活跃用户增速放缓风险、稳定优质内容生产风险、互联网信息发布政策变更风险、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、投资风险、估值过高风险等。

图表目录

图表 1： 微信月活跃用户及增速 5
图表 2： QQ 月活跃用户及增速 6
图表 3： QQ 智能终端月活跃用户及增速 6
图表 4： QQ 空间月活跃用户及增速 6
图表 5： 全球主要社交媒体 DAU/MAU（2017.09） 7
图表 6： 微信用户日均使用时长 7
图表 7： 微信新增好友，近六成来自职场 8
图表 8： 腾讯总营收及增速 9
图表 9： 腾讯各业务营收变化 9
图表 10： 腾讯增值服务收入细分 9
图表 11： 腾讯总营收 ARPU（总营收/微信 MAU） 10
图表 12： 腾讯社交网络收入 ARPU（社交网络收入/微信 MAU） 10
图表 13： 微信网络广告收入 ARPU（网络广告收入/微信 MAU） 11
图表 14： 全球主要社交媒体总营收 ARPU 对比（美元） 11
图表 15： 中国游戏市场规模 12
图表 16： 腾讯游戏收入及增速 12
图表 17： 腾讯游戏收入占总营收比重变化 12
图表 18： 腾讯和网易游戏收入比较 13
图表 19： 腾讯递延收入（流动负债口径下）及占比 13
图表 20： 腾讯游戏递延周期 13
图表 21： 中国端游市场规模及增速 14
图表 22： 腾讯端游收入及增速 14
图表 23： 腾讯 ACGs—高级休闲游戏 ARPU 值 14
图表 24： 腾讯 ACGs—高级休闲游戏 ARPU 值 15
图表 25： 全球 PC 端游收入排名 15
图表 26： 手机游戏细分行业用户规模 16
图表 27： 手机游戏细分行业月人均使用时长 16
图表 28： 腾讯手游营收及增速 17
图表 29： 腾讯手游收入占游戏收入比重 17
图表 30： QQ 和微信手游 ARPU 值 17
图表 31： TOP20 手机游戏 MAU 及增速（2017.09） 18
图表 32： 王者荣耀 MAU 18
图表 33： 王者荣耀 DAU 18
图表 34： 手游市场规模及增速 19
图表 35： 腾讯&网易手游收入对比 19
图表 36： 手游收入一览（网易&腾讯手游霸榜 TOP10） 20
图表 37： 腾讯计划推出的手游 21
图表 38： 腾讯和网易四季度手游发布计划比较 ..... 错误!未定义书签。
图表 39： 部分二次元移动游戏流水状况（2017Q3） 22
图表 40： 二次元市场占比及游戏类型 TOP6（2017Q3） 22
图表 41： 腾讯视频、爱奇艺的周活跃发展趋势 24
图表 42： 在线视频移动端 DAU（2017Q3） 24
图表 43： 在线视频移动端用户使用时长（2017.09） 24
图表 44： 在线视频移动端用户使用频次（2017.09） 24
图表 45： 在线视频移动端月总播放量（2017.09） 25

图表 46：在线视频移动端月总设备数（2017.09） 25
图表 47：腾讯视频和爱奇艺暑期档获取版权对比 25
图表 48：在线音乐 MAU 排名 26
图表 49：在线音乐三大品牌用户重合分析（2017.09） 26
图表 50：在线音乐 APP 用户黏性格局（2017.07） 26
图表 51：中国在线视频行业广告市场规模 27
图表 52：中国在线视频移动端广告市场规模 27
图表 53：腾讯视频广告形态 28
图表 54：新闻资讯类 APP 排行榜（2017Q3） 28
图表 55：微信广告形式 29
图表 56：微信广告变现方案 29
图表 57：国内移动社交 MAU 规模前十名 30
图表 58：中国市场支付渠道分布（2017Q1） 31
图表 59：中国第三方移动支付交易规模 31
图表 60：中国第三方移动支付市场份额（2017Q2） 32
图表 61：微信支付和支付宝在海外市场的发展情况 33
图表 62：2017 上半年中国公有云市场（IAAS） 33
图表 63：中国 PAAS 服务市场规模及 PAAS 占公有云市场比例 34
图表 64：腾讯收入成本分业务 35
图表 65：腾讯收入成本分业务占比 35
图表 66：腾讯营业支出 36
图表 67：腾讯毛利及毛利率 36
图表 68：增值服务与网络广告毛利率 37
图表 69：其他业务毛利率 37
图表 70：腾讯营业利润及营业利润率 37
图表 71：腾讯净利润及净利率 38
图表 72：腾讯 NON-GAAP 利润率 38
图表 73：彭博一致预期 39

事件：

1 GAAP：2017Q3 营收 652.1 亿元，YoY 增长 61%，QoQ 增长 15%；营业利润 227.46 亿元，YoY 增长 57%，QoQ 增长 1%；归属于腾讯的净利润为 180.06 亿元，YoY 增长 69%，QoQ 下降 1%；每股摊薄盈利为 1.89 元，YoY 增长 68%，QoQ 下降 1%。

2 non-GAAP：2017Q3 营业利润 216 亿元，YoY 增长 44%，QoQ 增长 8%；净利润为 171.7 百万元，YoY 增长 43.9%，QoQ 增长 4.1%；每股摊薄盈利为 1.79 元，YoY 增长 45%，QoQ 增长 4%。

3 分业务收入：2017Q3 增值服务收入为 421 亿元，YoY 增长 50.58%，QoQ 增长 14.4%，其中，网络游戏收入为 268.44 亿元，YoY 增长 48%，QoQ 增长 12.5%，社交网络收入为 152.8 亿元，YoY 增长 56%，QoQ 增长 18.45%；网络广告收入为 110 亿元，YoY 增长 48.23%，QoQ 增长 8.9%，其中，媒体广告收入 41.22 亿元，YoY 增长 29%，QoQ 增长 1.03%，社交及其他广告收入为 69.20 亿元，YoY 增长 63%，QoQ 增长 14%；其他产品收入为 120.44 亿元，YoY 增长 143%，QoQ 增长 24.76%。

4 其他财务数据：

毛利率：2017Q3 毛利为 317 亿元，毛利率为 48.61%，YoY 下降 5.44pct，QoQ 下降 1.39pct，

营业利润率及净利率：2017Q3 营业利润率为 34.8%，YoY 下降 1pct，QoQ 下降 5pct，non-GAPP 营业利润率为 33%，YoY 下降 4pct，QoQ 下降 2pct；净利率为 27.68%，YoY 提高 1pct，QoQ 下降 4.57pct，non-GAPP 净利率为 26%，YoY 下降 4pct，QoQ 下降 3pct。

股份酬金开支：2017Q3 股份酬金开支为 16.32 亿元，YoY 增长 44%，QoQ 增长 15.91%。

EBITDA ：2017Q3 EBITDA 为 240.24 亿元，YoY 增长 51.43%，QoQ 增长 7.12%；经调整的 EBITDA 为 256.32 亿元，YoY 增长 51.11%，QoQ 增长 7.69%。

资本开支：2017Q3 资本开支为 34.92 亿元，YoY 下降 4.35%，QoQ 增长 16.01%。

现金净额：2017Q3 现金净额为 188.62 亿元，YoY 增长 125%，QoQ 下降 11.31%。

截至 2017 年 9 月 30 日，腾讯于上市投资公司权益（包括联营公司以及可供出售金融资产）的公允价值合共为 1,711 亿元。

5 运营情况：

QQ：2017Q3QQ 月活账户数 8.43 亿，YoY 下降 3.8%，QoQ 下降 0.8%；QQ 智能终端月活账户数为 6.53 亿，YoY 下降 2.5%，QoQ 下降 1.4%；QQ 最高同时在线账户数为 2.72 亿，YoY 增长 8.9%，QoQ 增长 1.7%。

微信：2017Q3 微信 MAU 9.80 亿，YoY 增长 15.8%，QoQ 增长 1.8%。

QQ 空间：2017Q3 QQ 空间 MAU 5.68 亿，YoY 下降 10.0%，QoQ 下降 6.2%，其中智能终端 QQ 空间 MAU 为 5.52 亿，YoY 下降 8.1%，QoQ 下降 5.8%。

收费增值服务注册账户数：2017Q3 收费增值服务注册账户数 1.25 亿元，YoY 增长 19.3%，QoQ 增长 6.1%。

点评：

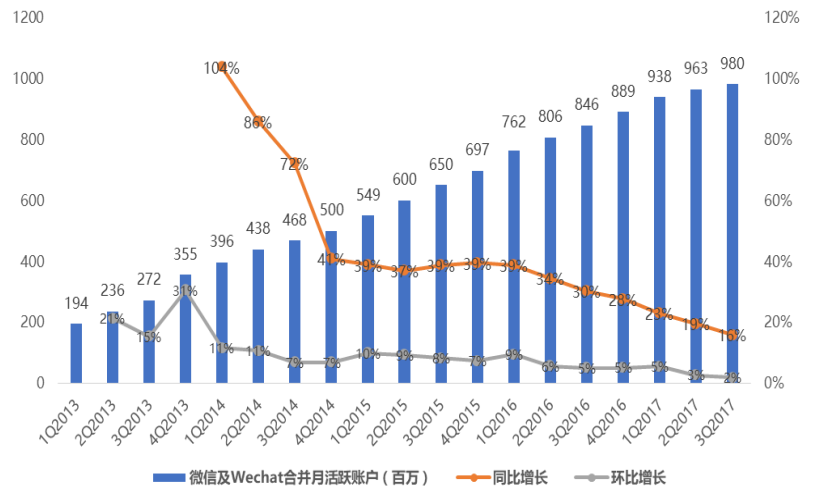
1 海量用户构筑腾讯核心竞争力，社交关系链由强关系向泛工作关系网络延伸

作为中国领先的互联网增值服务提供商，腾讯长期以来的最大优势在于通过社交媒体产品积累的海量用户基础。

2017 三季度，微信 MAU 达到 980 百万，同比增长 16%，环比增长 2%；QQ MAU 为 843 百万，同比下降 4%，环比下降 1%；QQ 空间 MAU 为 568 百万，同比下降 10%，环比下降 6%。其中，QQ 智能终端 MAU 为 653 百万，占比 77%；QQ 空间智能终端 MAU 为 552 百万，占比 97%。

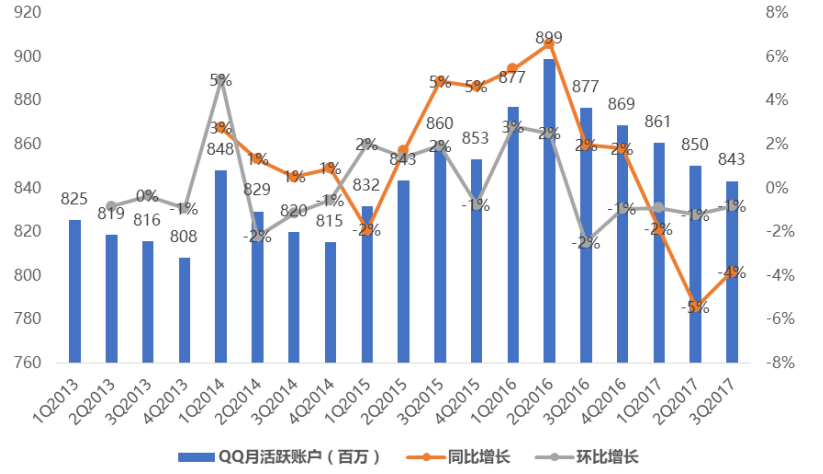
QQ 用户数量持续下跌是由于非核心用户持续转移至微信，然而核心用户参与度上升，特别是包括个人电脑及移动端在内的最高同时在线账户同比增长 8.9%至 272 百万。21 岁或以下用户的智能终端月活跃账户同比增长，说明 QQ 在年轻群体中受欢迎度增加。为了提高年轻用户黏性，QQ 加大内容制作投入，QQ 看点的 DAU 和使用时长持续上升，最近在 QQ 看点信息流服务中推出话题功能，协助用户发现热门内容。

图表1： 微信月活跃用户及增速



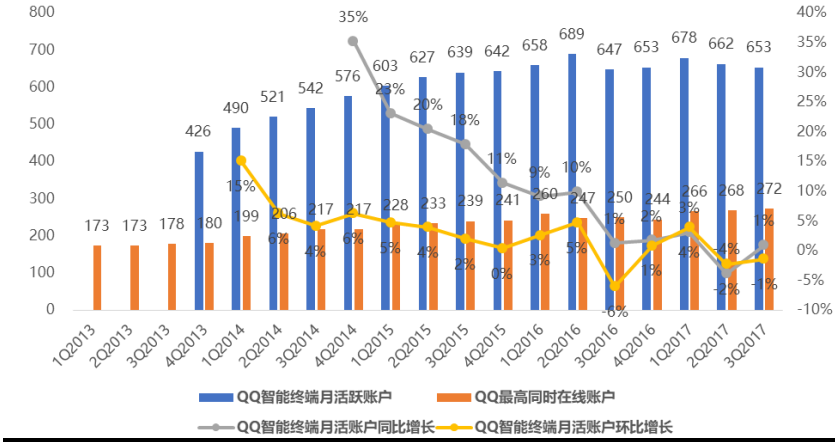
资料来源：腾讯财报

图表2： QQ 月活跃用户及增速



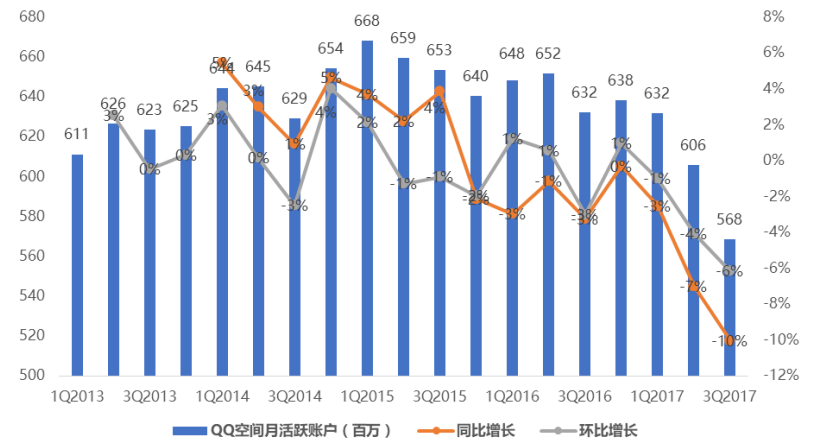
资料来源：腾讯财报

图表3： QQ 智能终端月活跃用户及增速



资料来源：腾讯财报

图表4： QQ 空间月活跃用户及增速



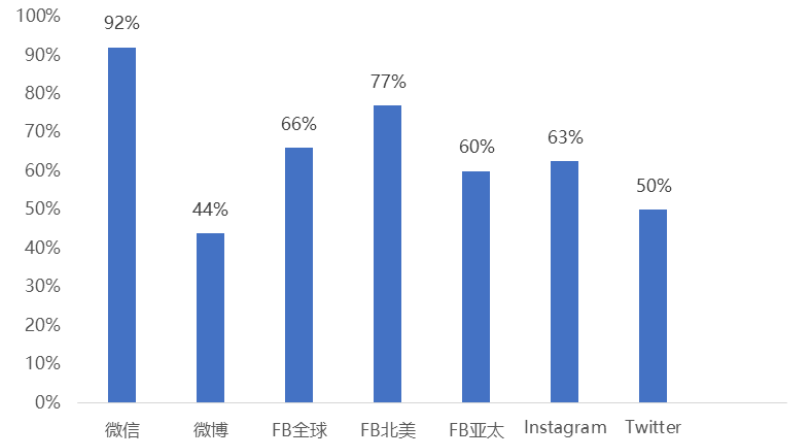
资料来源：腾讯财报

11 月发布的 2017 微信数据报告显示，微信 9 月平均日登陆用户为 9.02 亿，同比增长 17%；消息日发送次数 380 亿次，同比增长 25%；日发送语音次数 61 亿次，同比增长 26%；日成功音视频通话次数 2.05 亿次，同

比增长 106%。以 9.02 亿作为微信的 DAU 数据，可算得微信 DAU/MAU 为 92%，较上年提升 1 pct，用户粘性继续居于全球主要社交媒体之首。

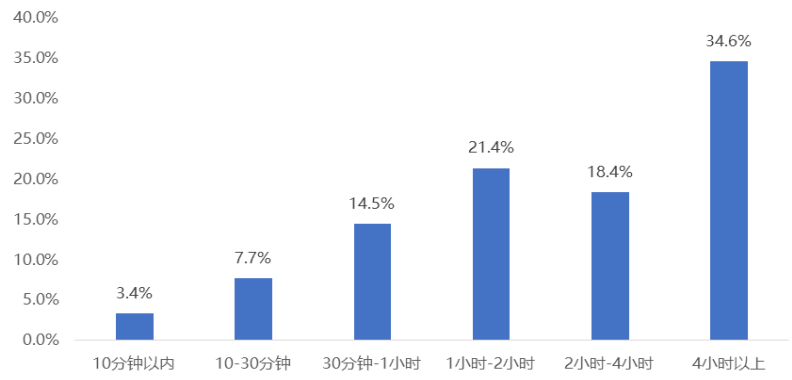
另外，深度用户显著增长。根据中国信息通信研究院的最新数据，微信日均使用时长在 4 小时以上的用户占比最高，达到 34.6%，同比增长一倍。QuestMobile 的数据也表明，微信人均月度使用时间达到 1967 分钟，超出年度用户规模百强榜第二名一倍以上。

图表5： 全球主要社交媒体 DAU/MAU（2017.09）



资料来源：公司财报

图表6： 微信用户日均使用时长



资料来源：企鹅智酷，中国信息通信研究院

随着好友数量的增长和关系网络的复杂化，微信社交关系链正在由强关系链条衔接的家人、朋友的范围向弱关系联系的泛工作关系网络延伸。57.22%的受访者表示新增好友多为泛工作关系。其中，担任企业管理岗位的受访者中，有高达 74.3%的用户表示，新增好友多为同事或同行。在用户好友网络趋于稳定后，从职业社交的维度挖掘微信社交网络核心价值，将会是今后趋势。

微信内容生态方面，截至 2017 年 9 月，微信公众号月活跃账户数达到 3.5 百万，较去年增长 14%，月活跃粉丝数达到 797 百万，较去年增长 19%。内容创作表现出明显的去中心化，76%的活跃公众号粉丝数低于 1 万人，百万粉丝公众号占比 1.8%。自媒体当下最大的挑战来自用户增长放缓导致的流量获取难度加大。因此有效激活中长尾内容，获得用户画像数据

以协助优化内容，利用小程序拓展电商渠道，从而提升用户参与度，将会是未来公众号生态布局方向。

图表7： 微信新增好友，近六成来自职场



资料来源：企鹅智酷

2 营收超市场预期 7%，多业务全面开花，同比均录得超 50%以上增长

2017 三季度腾讯实现总营业收入 652.1 亿元，同比增长 61%，是 29 个季度以来同比最高增速，环比增长 15%，超过市场预期 7%，营收的强劲增长主要受智能手机游戏、PC 端游、支付相关服务、数字内容订购及销售以及网络广告所推动。Q3 经营利润为 227.5 亿元，同比增长 57%，环比增长 1%；归属于腾讯的净利润为 180.1 亿元，同比增长 69%，环比下降 1%。

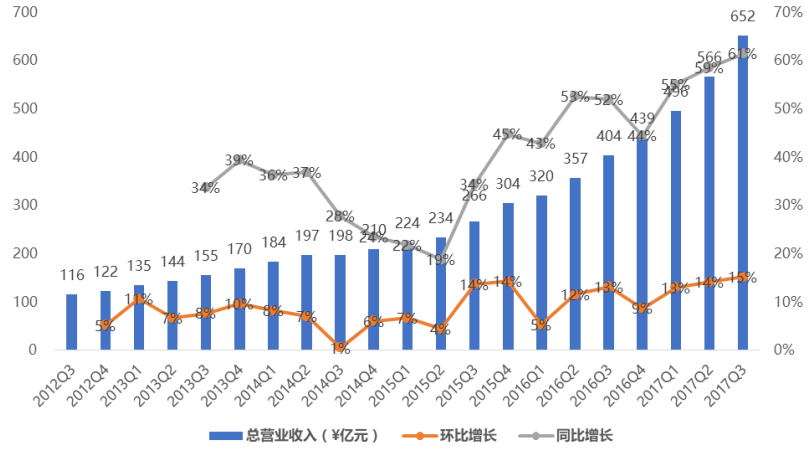
（1）多项业务在三季度均取得强劲的业务及收入增长。增值服务收入达到 421.24 亿元，同比增长 51%，环比增长 14%，增值服务继续保持对收入的最大贡献，Q3 占总营收比重为 65%。其中，受益于现象级手游和 PC 端游的推动，网络游戏收入达到 268.44 亿元，同比增长 48%，环比增长 12%；社交网络收入达到 152.80 亿元，同比增长 56%，环比增长 18%，主要反映了们腾讯在自制视频内容的增投、版权视频内容的挑选、内容排播，以及观众群的定位方面均取得的显著成效，使得腾讯视频的用户和收入市场份额持续增长，成为中国网络视频平台以日均移动活跃用户及付费用户计算的第一位。

网络广告实现收入 110.42 亿元，同比增长 48.2%，环比增长 8.8%，移动端广告收入占比达到 90%。按照旧口径计算，品牌展示广告收入同比增长 30.6%至 40.3 亿元，效果广告收入同比增长 60.6%至 70.2 亿元。2017 一季度起对广告收入核算进行重分类，按新口径计算，媒体广告收入同比增长 29%至 41.22 亿元，主要是由于腾讯视频等移动端媒体平台的收入增长，但部分被新闻服务去年奥运会带来的广告收入高基数效应的不利影响所抵销；社交及其他广告收入同比增长 63%至 69.20 亿元，主要反映来自微信（主要是微信朋友圈及微信公众号）及其他移动端应用的广告收入增长，三季度微信广告主数量环比增长 30%。

Q3 其他业务收入为 120.44 亿元，同比增长 143%，环比增长 24%。在金融业务领域，线下支付月交易次数同比增加 280%，赋能零售商整合线上

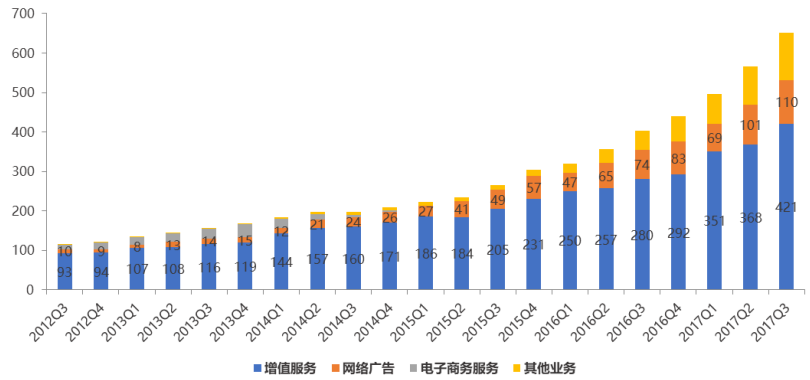
和线下资源，包括营销、销售、支付及会员忠诚度计划。以支付相关服务、云服务和人工智能的强劲发展势头为代表，基础设施服务日益成为腾讯新一轮增长焦点，目前其他业务收入占总营收比重达到 18%，首次超越广告收入占比。

图表8： 腾讯总营收及增速



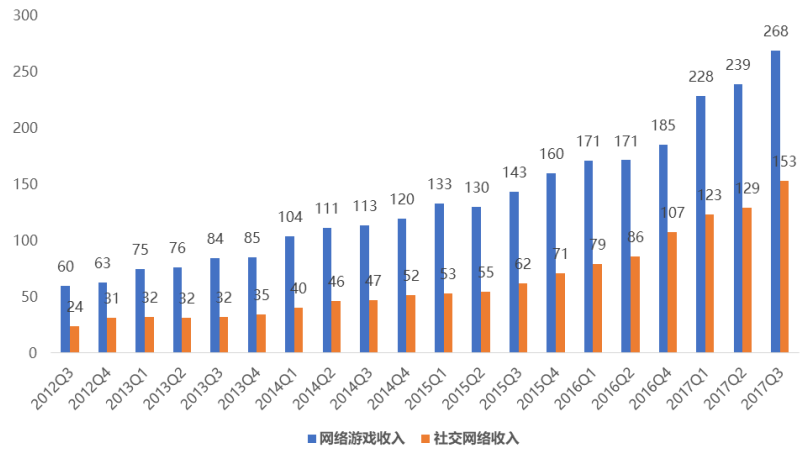
资料来源：腾讯财报

图表9： 腾讯各业务营收变化



资料来源：腾讯财报

图表10： 腾讯增值服务收入细分



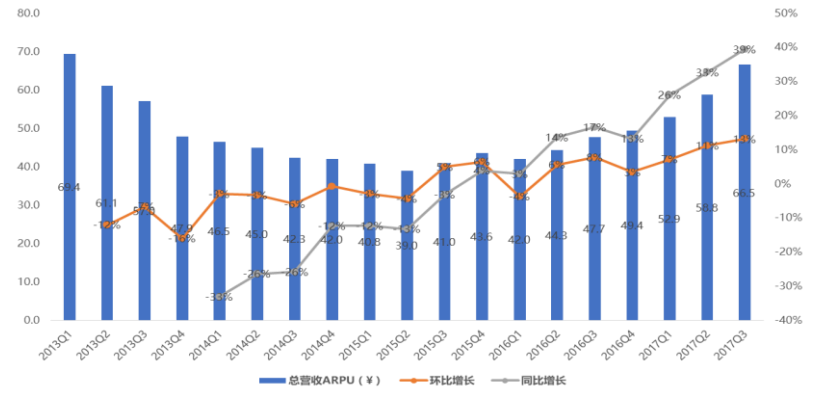
资料来源：腾讯财报

（2）2017 三季度，腾讯全业务线的单用户收入为 66.5 元，同比增长 39%，环比增长 13%。其中，网络广告业务的单用户收入为 11.3 元，同比增长 29%，环比增长 7%；社交网络业务的单用户收入为 15.6 元，同比增长 29%，环比增长 16%。ARPU 值的提升说明腾讯各种业务的变现能力继续增强，社交网络业务 ARPU 环比的较大幅度增加表明多方位的数码内容业务相互之间协同效应不断增强，用户对腾讯内容产品认可度攀升。

就横向对比来看，相较于陌陌的 3.4 美元和 Facebook 的 5.0 美元，腾讯总营收的 ARPU 值达 10.0 美元，位于社交媒体行业第一，腾讯系的单用户变现潜力不断扩大。就广告业务的 ARPU 值而言，与全球社交媒体平台相比略微逊色，Facebook 全球的广告业务 ARPU 值达到 4.9 美元，近乎为腾讯广告业务 ARPU 的三倍，腾讯的广告变现能力仍有较大提升空间。

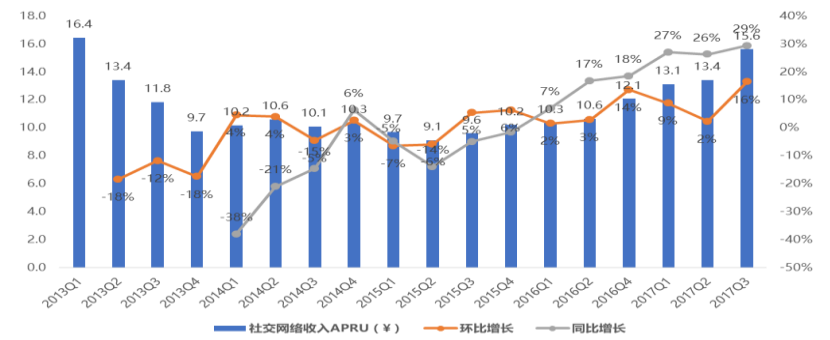
腾讯把“连接一切”作为战略目标，为海量用户提供社交平台与数字内容两项核心服务。短期来看，游戏和数字内容付费将继续作为主要增长引擎，充分挖掘中国市场潜力；随着微信商业化模式逐渐成熟、短视频信息流广告场景拓宽，广告收入将成为中期增长驱动力，腾讯计划将“企鹅号”打造成为优质内容分发平台，提高信息流的商业变现价值；而金融、支付、云服务和人工智能目前尚处于成长期，长远来看将是腾讯生态平台构建的核心支柱。

图表11：　　腾讯总营收 ARPU（总营收/微信 MAU）



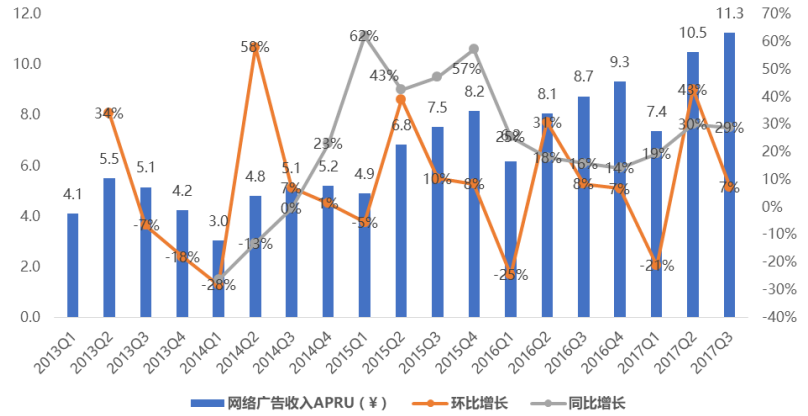
资料来源：腾讯财报

图表12：　　腾讯社交网络收入 ARPU(社交网络收入/微信 MAU)



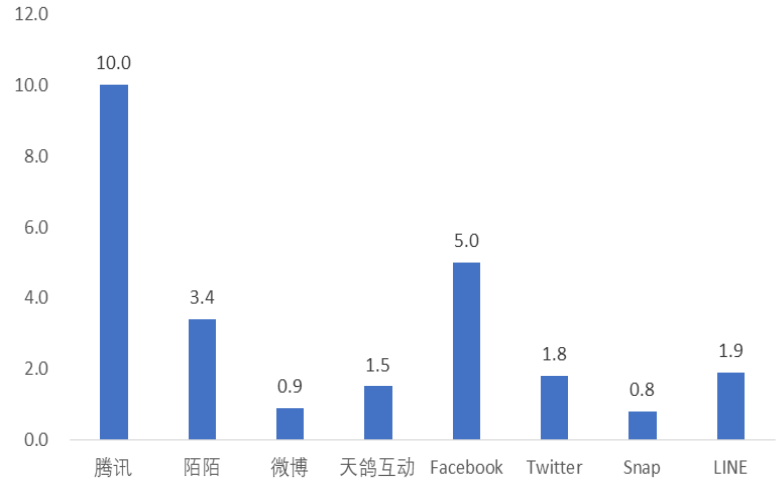
资料来源：腾讯财报

图表13： 微信网络广告收入 ARPU(网络广告收入/微信 MAU)



资料来源：腾讯财报

图表14： 全球主要社交媒体总营收 ARPU 对比（美元）



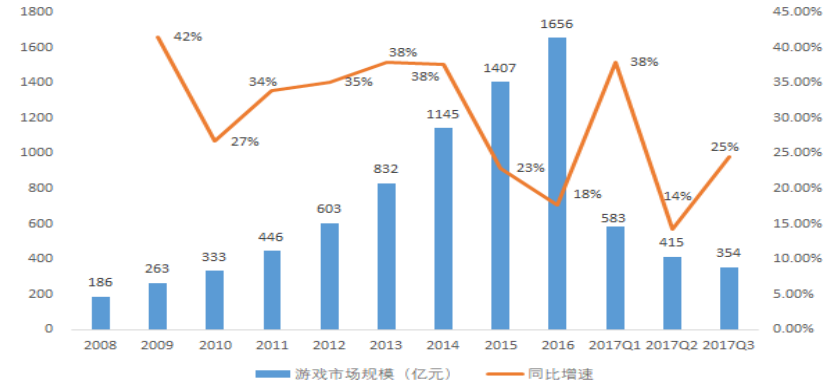
资料来源：公司财报

3 现象级手游和王牌端游助力游戏收入持续增长，“研发+代理”加速促进游戏组合多元化

（1）腾讯游戏业务整体情况

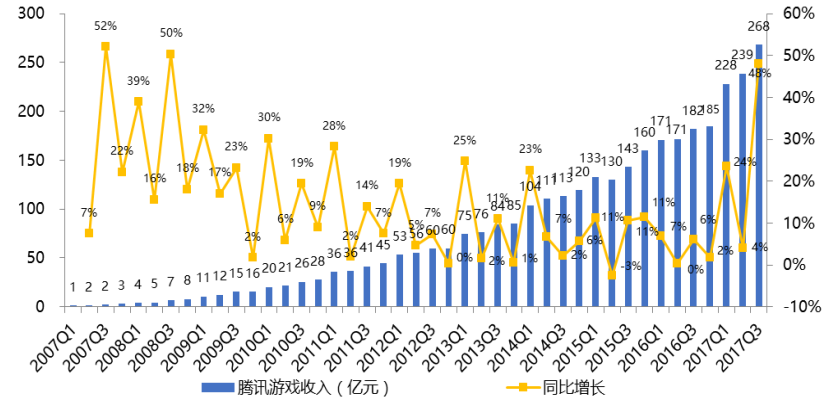
17 年 Q3 腾讯游戏业务营收 266.48 亿元（yoy48%，QoQ12.5%），同比增速较 Q2（4%）有大幅提高并超越中国游戏市场规模增速（25%）近一倍，营收贡献率达 40%。与 Q2 类似，Q3 腾讯游戏的收入增长受益于王牌端游《地下城与勇士》、《英雄联盟》及新老手游《王者荣耀》、《魂斗罗：归来》、《经典版天龙手游》、《轩辕传奇手游》和《寻仙手游》，核心用户留存率与参与度亦通过《2017 英雄联盟全球总决赛》及《地下城与勇士》主题动画的举办和其周年庆及季度更新版本的推出得以稳定提升。除此之外，游戏营收增长贡献还来源于腾讯自研游戏《乱世王者》，其使得腾讯头部游戏版图在策略品类继续扩张，同时生存类射击游戏《光荣使命》及《CF 荒岛特训》于 11 月相继开放不删档内测，公测注册人数均达 2 千万以上，市场反应火爆，有望成为 Q4 营收上升的主要推动力。

图表15： 中国游戏市场规模



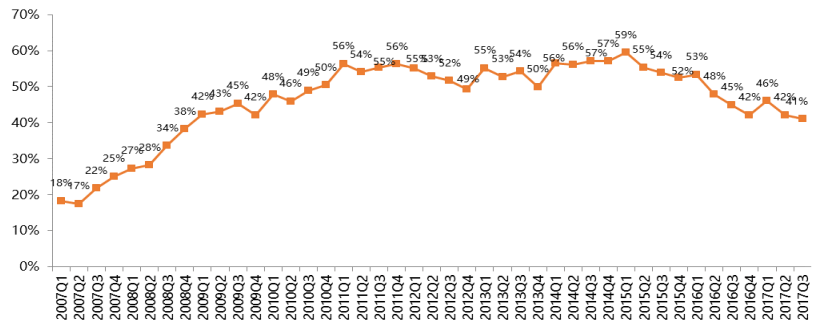
资料来源：腾讯财报，GPC&CNG&IDC，艾瑞咨询

图表16： 腾讯游戏收入及增速



资料来源：腾讯财报

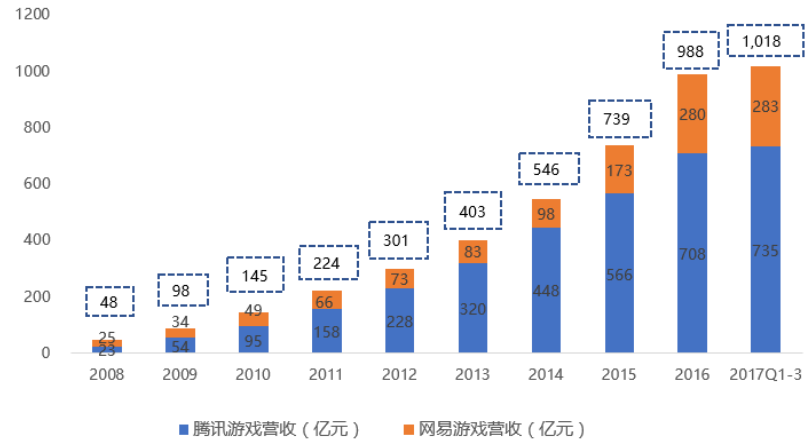
图表17： 腾讯游戏收入占总营收比重变化



资料来源：腾讯财报

2008~2017 年腾讯游戏与网易游戏持续扩张，2017 年前三季度游戏营收分别达到 735 亿元与 283 亿元，总营收达 1,018 亿元，体量庞大，游戏市场两强格局，小厂夹缝求生。Q3 网易成功发布《我的世界》中国版，同时端游《梦幻西游》与手游《率土之滨》季度收入创下新高，腾讯作为游戏巨头以《王者荣耀》等王牌产品为中心向外辐射，重度游戏研发与热门游戏代理多头并进，通过资源整合进行多领域游戏布局。

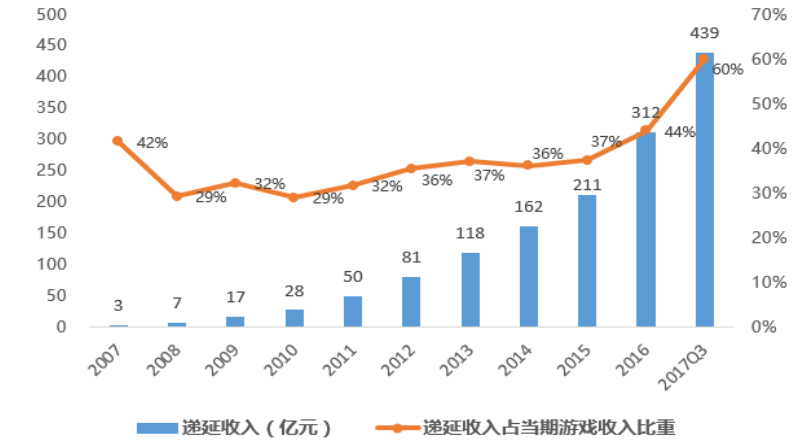
图表18： 腾讯和网易游戏收入比较



资料来源：公司财报

截至 2017 年 9 月 30 日，腾讯递延收入达到 439 亿元，占当期游戏收入比重达到历史新高 60%，由于腾讯递延收入多来自游戏领域，而 Q3 游戏收入多为即时付费，来自游戏的递延收入增加不多，环比增长 2.16%。

图表19： 腾讯递延收入（流动负债口径下）及占比



资料来源：腾讯财报

图表20： 腾讯游戏递延周期

游戏类型	平均递延周期	特殊情况：MOBA 类
PC 游戏	6-9 个月	《英雄联盟》：12-18 个月
移动游戏	3-6 个月	《□者荣耀》：9-12 个月

注：16 年递延收入主要来自游戏业务尚未确认的收入，16 年底开始将向京东及其它公司提供的网络流量及其它支持业务也计入递延收入

资料来源：腾讯财报

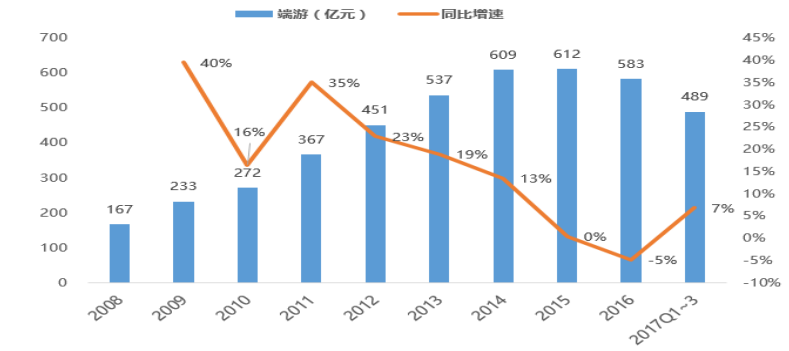
（2）腾讯端游业务情况

继 2016 年出现首次负增长后（yoy-5%），17 年前三季度中国端游市场规模有大幅回升，同比增速达 7%。腾讯作为端游市场主要游戏厂商，在端

游收入方面稳定增长， 17 年 Q3 腾讯端游收入达 146 亿元（yoy27%，QoQ7%），同比增速稳定，环比由负转正，收入增长表现良好，运营实力依旧强大。

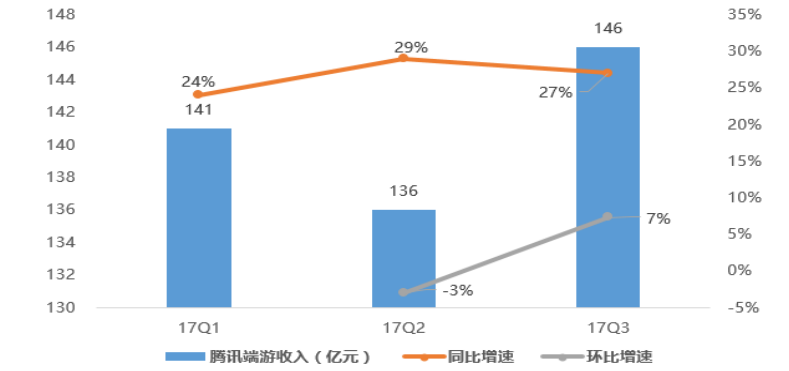
由于“端转手”的市场趋势，腾讯端游的活跃用户数同比下降，但得益于《英雄联盟》、《地下城与勇士》及《穿越火线》最新活动的推出，ARPU 值同比及环比均有亮眼增长。对比两类端游情况，MMOGs（大型多人在线游戏）用户付费意愿明显高于 ACGs（高级休闲游戏），前者的增长主要依靠《地下城与勇士》国庆及夏日礼品包的发布，后者增长动力来自《英雄联盟》新皮肤的发布和《2017 英雄联盟全球总决赛》的举办。

图表21： 中国端游市场规模及增速



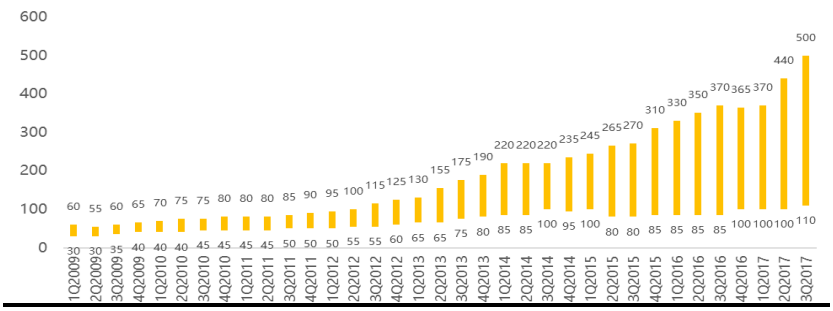
资料来源：龙擎华新闻中心

图表22： 腾讯端游收入及增速



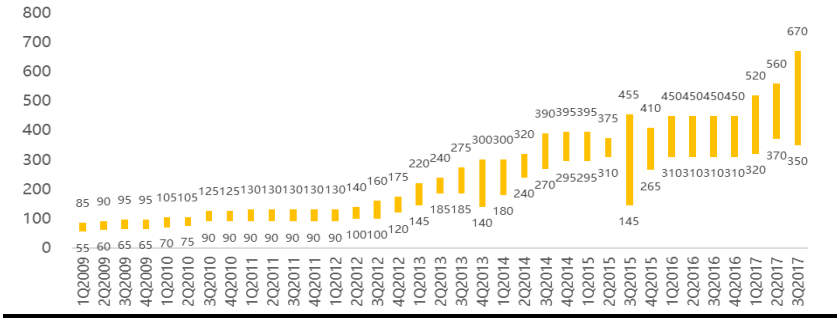
资料来源：腾讯财报

图表23： 腾讯 ACGs—高级休闲游戏 ARPU 值



资料来源：公司公告

图表24： 腾讯 ACGs—高级休闲游戏 ARPU 值



资料来源：公司公告

2017 年 9 月，全球 PC 端游收入榜单中腾讯代理的“英雄联盟+地下城与勇士”两款端游稳居全球 PC 端游收入前三，《穿越火线》自 2013 年以来首次跌落 TOP3。《绝地求生》收入可观，上线半年跻身全球收入排行榜第四位。TOP10 中网易同样占据三席，其中《梦幻西游》收入达到第二，《魔兽世界》及《守望先锋》分别位居第六、九，与腾讯竞争格局继续加码。此外，空中网、完美世界端游《坦克世界》、《CS:GO》依旧在榜，《DOTA2》收入下降再次排名 10 名之外。

图表25： 全球 PC 端游收入排名

排名	2013		2014		2015		2016		2017H1	2017.09
	游戏	收入（亿美元）	游戏	收入（亿美元）	游戏	收入（亿美元）	游戏	收入（亿美元）	游戏	游戏
1	穿越火线	9.57	英雄联盟	9.46	英雄联盟	16.28	英雄联盟	17	英雄联盟	英雄联盟
2	英雄联盟	6.24	穿越火线	8.97	穿越火线	11.10	地下城与勇士	11	地下城与勇士	梦幻西游
3	地下城与勇士	4.26	地下城与勇士	8.91	地下城与勇士	10.52	穿越火线	11	穿越火线	地下城与勇士
4	坦克世界	3.72	魔兽世界	7.28	魔兽世界	8.14	魔兽世界	—	梦幻西游 2	绝地求生
5	冒险岛	3.26	坦克世界	3.69	坦克世界	4.46	战地 1	—	魔兽世界	穿越火线
6	天堂	2.57	冒险岛	2.4	天堂 1	3.39	守望先锋	5.86	坦克世界	魔兽世界
7	魔兽世界	2.13	天堂	1.78	冒险岛	2.53	坦克世界	4	DOTA2	坦克世界
8	星际大战：旧共和国	1.39	CS Online	1.48	DOTA 2	2.38	DOTA 2	2.6	守望先锋	神界：原罪 2
9	绝地要塞 2	1.39	DOTA 2	1.36	CS:GO	2.21	梦幻西游 2	—	CS:GO	守望先锋
10	CS Online	1.21	炉石传说:魔兽英雄传	1.14	GTA5	2.05	CS:GO	2.57	新大话西游 2	CS:GO

资料来源：Superdata

（3）腾讯手游业务情况

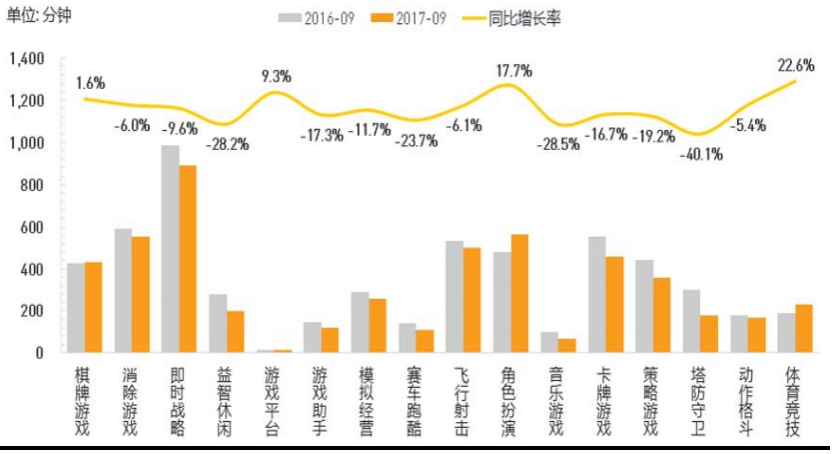
2017 年 9 月，手游用户市场略微下滑，细分行业除棋牌（+1.6%）、游戏平台（+9.3%）、角色扮演（+17.7%）、体育竞技（+22.6%）均迎来不同程度下降。同时，用户规模整体缩减，相比去年同期赛车跑酷类骤降 56.5%，受影响最大，实现正增长的四类细分行业中，以王者荣耀为代表的即时战略类依然坚挺，同比增长率最高，达到 95.1%，其次为模拟经营、棋牌和游戏平台。过 1.5 亿用户量手游类型的有 3 大类，分别是棋牌（2 亿）、消除（1.8 亿）、即时战略（1.7 亿）。

图表26： 手机游戏细分行业用户规模



资料来源：QuestMobile

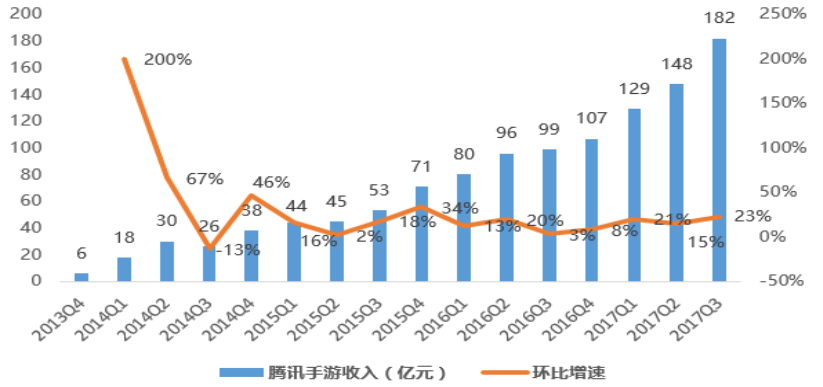
图表27： 手机游戏细分行业月人均使用时长



资料来源：QuestMobile

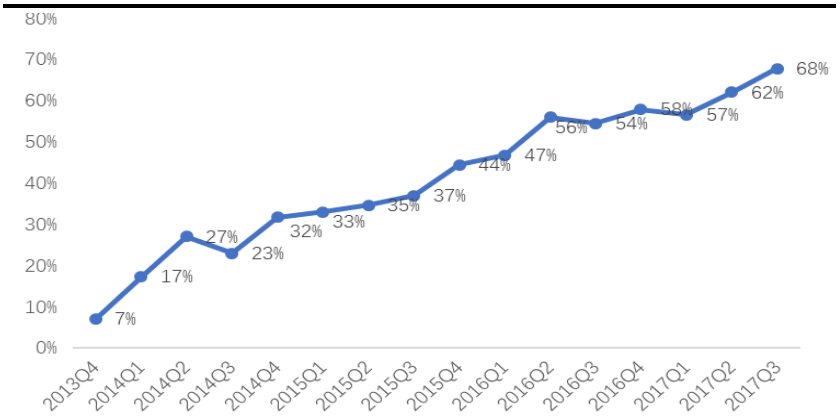
17 年 Q3 腾讯手游收入 182 亿元（yoy84%，QoQ23%），保持 Q2 相对于端游营收的领先优势，并将形成长期趋势，成为腾讯游戏营收的主要贡献者。腾讯目前手游产品超 50 款，收入增长驱动力主要来自新老手游 MOBA 类《王者荣耀》，动作类《魂斗罗：归来》，RPG 类《经典版天龙手游》、《轩辕传奇手游》和《寻仙手游》以及自研策略类《乱世王者》，受中端核心手游推动，腾讯手游 Q3 活跃用户数与 APRU 值均实现双位数增长。

图表28： 腾讯手游营收及增速



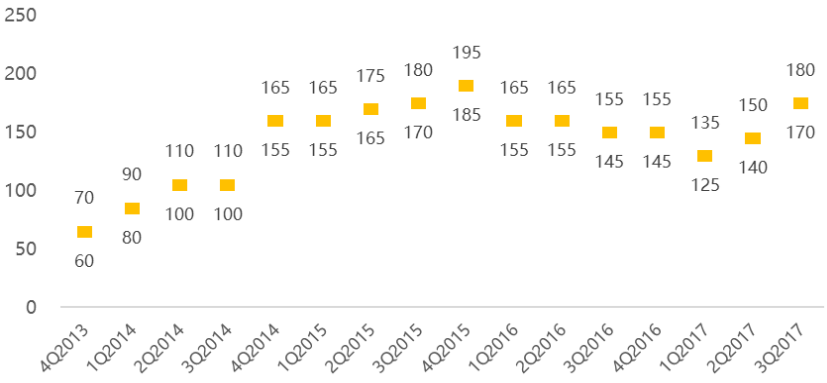
资料来源：腾讯财报

图表29： 腾讯手游收入占游戏收入比重



资料来源：腾讯财报

图表30： QQ 和微信手游 ARPU 值



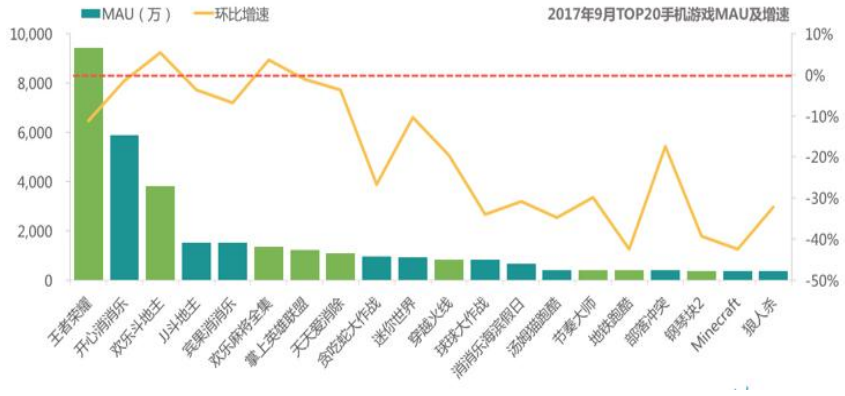
资料来源：腾讯财报

三季度 MAU 榜单相对固化，《王者荣耀》仍然位居榜首，《开心消消乐》紧随其后，两款手游 MAU 均过亿，其中《王者荣耀》MAU 达到 1.78 亿，较 Q2 收缩 400 万；《迷你世界》发展亮眼，MAU 接近 3,500 万，较 Q2 增长近 125%；《宾果消消消》在明星、综艺造势之下 MAU 同样直逼 3500 万。在 9 月份的 TOP20 手游 MAU 榜单中，腾讯系游戏占九成，网易无一入围，王者荣耀依旧领跑，但环比增速有所下降。9 月份 TOP10 手游渗透率榜单中 TOP3 均为腾讯系，与 MAU 榜单排名基本一致，首位王者

荣耀达 23.9%，上升 3.1%，此外 TOP10 中腾讯系棋牌类表现突出占据两席。无论是从 MAU 还是月渗透率来看，Q3 先发者优势明显，新游在榜单中突围困难。

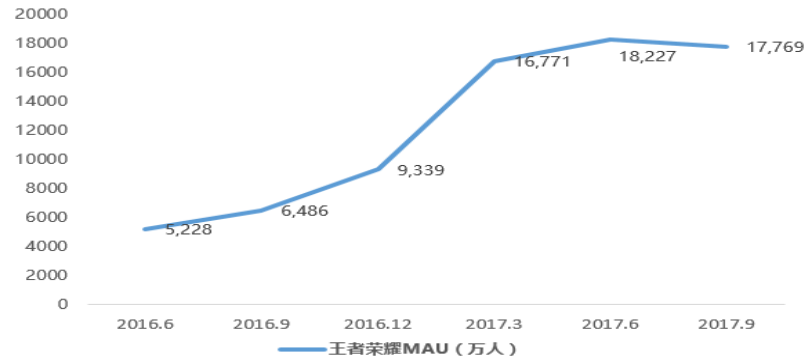
2017 年暑假期间，王者荣耀 DAU 达到除春节点外的第二个高位值 7,110 万人，而由于 9 月学生返校，手游进入行业周期性淡季，王者荣耀的 DAU 也有小幅下滑，但从人均使用次数和时长来看地位仍然不可动摇。

图表31： TOP20 手机游戏 MAU 及增速（2017.09）



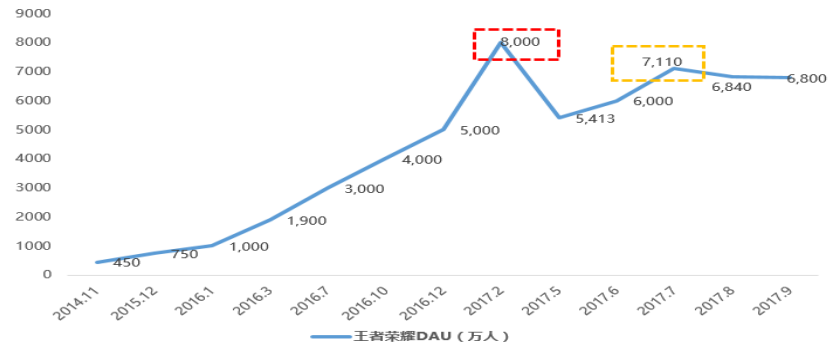
资料来源：Trustdata

图表32： 王者荣耀 MAU



资料来源：QuestMobile

图表33： 王者荣耀 DAU

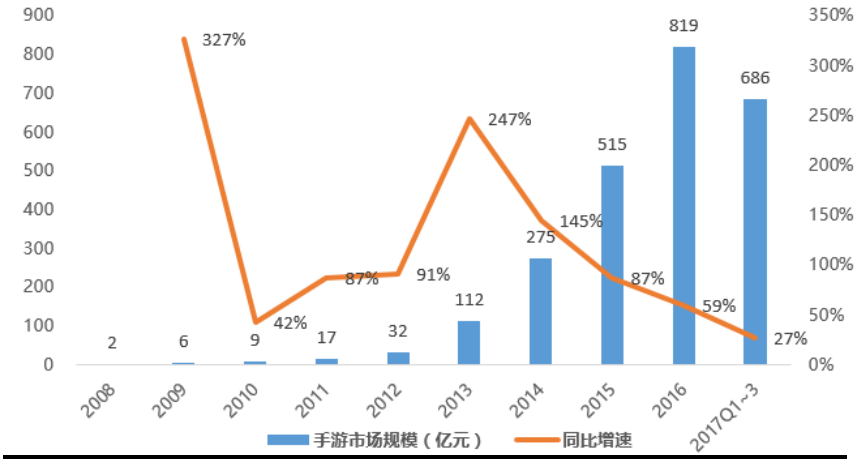


资料来源：极光大数据

近十年来，中国手游市场规模持续扩张，但同比增速呈下降态势，手游

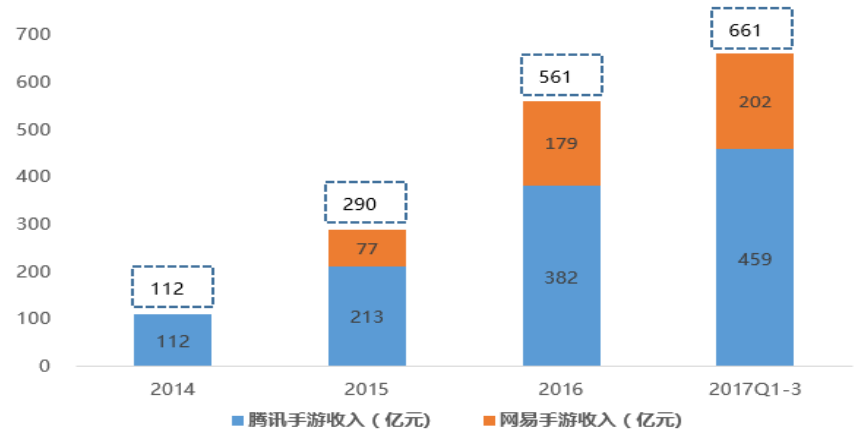
用户规模增长放缓，人口红利减少，存量竞争加大。虽然手游用户付费能力和意愿在市场培育中有所提升,但随着头部老产品的持续盘踞和大量新手游的不断入局，用户行为逐步趋于理性化，用户体验和内容创新成为差异化竞争关键。2017 三季度腾讯、网易在手游部分继续发力，同比增长分别为 84%、57.2%，前三季度手游营收分别达到 459 亿元与 202 亿元，总营收 661 亿元，在移动游戏市场收入规模占比达 76%。

图表34： 手游市场规模及增速



资料来源：龙擎华新闻中心

图表35： 腾讯&网易手游收入对比



资料来源：公司财报

Q3 游戏发布类型与 Q2 相似，市场整体趋势延续了 MMO+卡牌+ARPG+策略，四大类占总比超 7 成。其中 MMO 类以 38 款发行量占据首位，占比 27%，内容套路化渐成瓶颈；卡牌类以 15%紧随其后，SLG+策略类游戏数量上升明显，《汉王纷争》（网易）与《剑与家园》（莉莉丝）备受关注；ARPG、策略则分别占比 15%、12%。

重点厂商方面，网易在今年五月份的年度发布会上公布了众多新品，布局广泛，而在 Q3 重点产品仍以《我的世界》为首，同时不乏竞技元素产品。预计 Q4 推出 14 款游戏，除《我的世界》、《狼人杀》两款，其他均为自研游戏。

腾讯目前坚持精品化策略，着重于稳固市场。Q3 腾讯主旋律为 IP 改编，并开始布局除 MMO 之外其他类型，SLG(乱世王者)以及休闲电竞(欢乐球吃球)领域是新的发力点。预计 Q4 发布五款游戏，均为 IP 类型，其中 RPG 占 6 成，另两款分别为三消类与音乐类。而除自研之外，腾讯此前先后入股了西山居和掌趣，开始加强与其他厂商合作。

图表36： 手游收入一览（网易&腾讯手游霸榜 TOP10）

排名	2013		2014		2015		2016		2017		2017	
	全年	研发/发行	全年	研发/发行	全年	研发/发行	全年	研发/发行	7月	研发/发行	9月	研发/发行
1	我叫MT	卓越互动研发，卓越游戏发行	刀塔传奇	莉莉丝游戏研发，龙图游戏发行	梦幻西游	网易自研并发行	梦幻西游	网易自研并发行	王者荣耀	腾讯自研并发行	王者荣耀	腾讯自研并发行
2	部落冲突	Supercell研发，安卓版昆仑游戏独代	天天酷跑	腾讯自研并发行	全民突击	腾讯自研并发行	王者荣耀	腾讯自研并发行	梦幻西游	网易自研并发行	梦幻西游	网易自研并发行
3	大掌门	玩蟹互动研发，安卓版蜂巢游戏独代	全民飞机大战	腾讯自研并发行	热血传奇	盛大研发，腾讯独代	大话西游	网易自研并发行	天龙八部	畅游研发，腾讯独代	九州天空城3D	祖龙研发，腾讯代理
4	龙之力量	数字天空研发并发行	雷霆战机	爱乐游研发，腾讯独代	大话西游	网易自研并发行	火影忍者	腾讯自研并发行	倩女幽魂	网易自研并发行	仙剑奇侠传五	金刚游戏
5	天天酷跑	腾讯自研并发行	部落冲突	Supercell研发，安卓版昆仑游戏独代	全民飞机大战	腾讯自研并发行	问道	吉比特研发，雷霆游戏发行	魂斗罗：归来	KONAMI&腾讯研发，腾讯独代	天龙八部	畅游研发，腾讯独代
6	神仙道	飞鱼科技研发	天天飞车	腾讯自研并发行	神武2	多益网络研发并发行	倩女幽魂	网易自研并发行	胡莱三国2	胡莱游戏研发，爱互动发行	倩女幽魂	网易自研并发行
7	天天酷跑国际版	腾讯自研并发行	天天炫斗	腾讯自研并发行	全民奇迹MU	天马时空&恺英网络研发，恺英网络独代	剑侠情缘	西山居研发，腾讯独代	大话西游	网易自研并发行	命运/冠位制定	aniplex研发，哔哩哔哩代理
8	神雕侠侣	乐道互动研发	放开那三国	巴别时代自研并发行	拳皇98终极之战	天津益趣研发，腾讯独代	阴阳师	网易自研并发行	阴阳师	网易自研并发行	阴阳师	网易自研并发行
9	摩卡幻想	蓝和网络研发	我叫MT	卓越互动研发，卓越游戏发行	我叫MT2	卓越游戏研发，腾讯独代	穿越火线	Smilegate&腾讯研发，腾讯独代	龙之谷	盛大网络&欢乐互娱研发，腾讯独代	乱世王者	腾讯自研并发行
10	三国来了	乐逍遥研发，安卓版腾讯独代	海岛奇兵	Supercell研发，安卓版昆仑游戏独代	开心消消乐	乐风创想研发，乐元素，腾讯代理发行	征途	巨人网络自研并发行	剑侠情缘	西山居研发，腾讯独代	大话西游	网易自研并发行

资料来源：SensorTower

图表37： 腾讯计划推出的手游

游戏名称	游戏类型	自研/代理	IP	研发公司	上线进程
拳皇命运	MMORPG	独代	动画 IP，SNK 正版授权	银汉游戏	2017 年 6 月开测
传奇霸业	MMORPG	独代	页游 IP	37 互娱（极光网络）	2017 年 8 月开测
魔力宝贝	MMORPG	独代	端游 IP，育碧正版授权	SQUARE ENIX	2017 年 6 月精英三测
奇迹觉醒	MMORPG	独代	端游 IP，韩国网禅正版授权	天马时空	2017 年 6 月开测
剑网 3：指尖江湖	MMOARPG	独代	端游 IP，与 SQUARE ENIX 合作推出	西山居	2016 年 8 月限量技术测试，暂未公测
妖精的尾巴：魔导少年	MMORPG	自研	漫画 IP,讲谈社正版授权	腾讯魔方工作室群	2017 年 6 月首测
天堂 2：誓言	MMORPG	大陆地区独代	手游 IP	Netmarble Games（韩）	2017 年 4 月开测
轩辕传奇	MMORPG	自研	端游 IP	腾讯北极光工作室群	2017 年 7 月 18 日不删档测试
择天记	MMORPG	独代	网文 IP	37 互娱（墨鹏科技）	2017 年 6 月 23 日首次不删档测试
寻仙手游	RPG	独代	端游 IP	北京像素软件	2017 年 8 月不删档测试
我的王朝	SLG	自研	—	腾讯光子工作室群（斯巴达工作室）	2017 年 4 月开测
乱世王者	SLG	自研	智明星通授权产品模型	腾讯天美工作室群（T1 工作室）	2017 年 8 月不删档测试
魔法门之英雄无敌：战争纪元	策略卡牌	独代	端游 IP，育碧正版授权	玩蟹科技	2017 年 6 月开测
QQ 飞车	竞速类	自研	端游 IP	腾讯天美工作室群（J1 工作室）	2017 年 6 月首次内测
QQ 炫舞	音乐节奏类	独代	端游 IP	永航科技	2017 年 7 月首次内测
天天爱消除 2	三消类	自研	手游 IP	腾讯天美工作室群	2017 年上线
欢乐球吃球	休闲	自研	—	腾讯北极光工作室群	2017 年 7 月 4 日
剑侠情缘三	MMORPG	代理	端游 IP	西山居	2017 年 8 月
消除者联盟	消除	自研	形象	腾讯天美工作室群	
初音未来梦幻歌姬	音乐	代理	虚拟偶像	掌趣科技黑糖工作室	2017 年 9 月 12 日安卓首次删档，预期 2017 年年底不删档测试，2018 年年初开启公测
光荣使命：使命行动	FPS 生存游戏	自研	—	腾讯	2017 年 11 月 8 日不删档公测
CF 荒岛特训	FPS 生存游戏	自研	端游 IP	腾讯天美工作室群（J3 工作室）	2017 年 11 月 17 日不删档公测

资料来源：AppAnnie

图表38： 部分二次元移动游戏流水状况（2017Q3）



腾讯				网易			
游戏名称	IP类型	游戏类型	研发类型	游戏名称	IP类型	游戏类型	研发类型
消除者联盟	形象	消除	自研	我的世界	游戏	沙盒	代理
初音未来梦幻歌姬	虚拟偶像	音乐	代理	秘境对决	原创	卡牌	自研
择天记手游	影视	RPG	代理	狼人杀官方	桌游	社交	代理
魔力宝贝手机版	游戏	RPG	代理	魂之轨迹	原创	动作	自研
奇迹MU觉醒	游戏	RPG	代理	天启联盟	原创	设计	自研
				玩家大乱斗	原创	竞技	自研
				阴阳师MOBA	游戏	竞技	自研
				终结者2审判日	电影	射击	自研
				永远的7日之都	原创	RPG	自研
				神都夜行录	公共	RPG	自研
				暴走小飞机	原创	射击	自研
				泡泡趴	原创	竞技	自研
				格罗亚传奇	原创	RPG	自研

资料来源：伽马数据

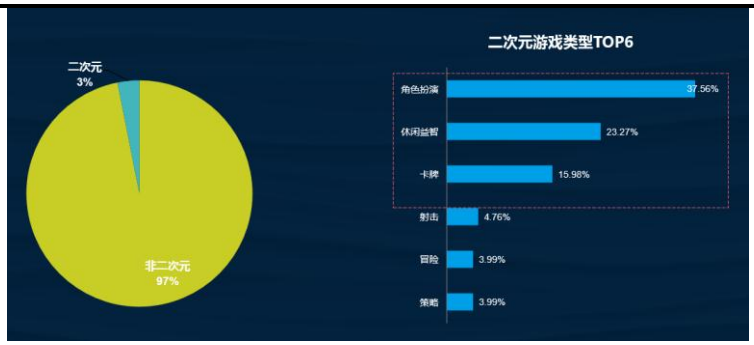
总的来看，i）IP 产品仍为主流。日漫依旧火热，影视 IP 有所走低。ii）二次元营收可观。在 App Annie 发布的 9 月份《中国应用下载量和收入榜单》中，国内二次元头部产品《阴阳师》再次进入移动游戏 Top 10，《火影忍者》《圣斗士星矢：集结》《FGO》《崩坏 3》等另六款产品进入 Top50。据伽马数据预测，2017 年的二次元移动游戏市场将达到 159.8 亿元。从 Q3 数据来看，二次元市场占比 3%，游戏新品集中角色扮演、休闲益智。目前国内已有超百家厂商向二次元布局，截至 9 月份 2017 年二次元手游审批过百款，预计市场份额将进一步扩大，从小众逐步打开市场。iii）类型融合成爆点关键。自《皇室战争》创新 MOBA+卡牌之后，SLG+策略、TPS+ARPG、TCG+SLG、模拟养成+跑酷等融合式玩法渐成新型游戏生态，游戏可玩性提高。

图表39： 部分二次元移动游戏流水状况（2017Q3）

游戏名称	研发商	发行商	Q3 流水（亿元）
阴阳师	网易游戏	网易游戏	10
火影忍者	腾讯游戏	腾讯游戏	4.2
圣斗士星矢：集结	乐逗游戏	乐逗游戏	3.7
Fate/Grand Order	TYPE-Moon	哔哩哔哩	3.7
崩坏 3	米哈游	米哈游	3
神无月	盛大游戏	盛大游戏	1.5（9 月流水）
十万个冷笑话番剧版	妙趣横生	蓝港互动	1.4（8 月&9 月流水）

资料来源：伽马数据

图表40： 二次元市场占比及游戏类型 TOP6（2017Q3）



资料来源：dataeye

今年 3 月上线以来，《绝地求生》日活已破 200 万，9 月中旬，其同时在线人数超过 130 万，达到 Steam 平台历史新高，通过直播和社交网络传

播，“吃鸡”成为今年游戏行业现象级产品。

然而，由于中国大陆地区的政策原因，《绝地求生大逃杀》引进国服存在一定困难，游戏付费和电脑配置高要求也使得《绝地逃生》难以维持用户的高速增长。在风口上的吃鸡大战中，国内游戏厂商开始以手游为突破口纷纷入场，率先布局的是网易（《荒野行动》、《终结者 2：审判日》）和小米（《全民枪战》）及众多小开发商，半个月内，两大厂商的三款吃鸡手游抢占 IOS 榜单前三，各小厂商同类游戏亦表现亮眼。但从玩家反馈来看，抢先上线的成本是游戏体验较差和游戏模式重合度高，大多复制端游而内容创新少。其中，《小米枪战》玩法基本还原《绝地求生》，《荒野行动》目前实现单局容纳对战玩家数最多（100 人），《终结者 2：审判日》则在复制原吃鸡模式基础上对枪法、意识、操作等要求进行弱化，但三款游戏在画质、操作、流畅度等方面均存在不同问题，用户留存率较低。而随着大厂观望期的结束，腾讯自研的两款吃鸡类游戏《光荣使命：使命行动》、《CF 荒岛特训》将分别于 11 月 8 日与 11 月 17 日开启不删档内测，目前公测注册人数均超过 2 千万。基于已公布的软硬件条件，以及 IP、庞大玩家基数与腾讯流量平台的加持，腾讯两款游戏的入场可能带来细分品类市场上的存量用户分流与潜在用户进入。目前游戏变现模式主要为游戏免费、道具收费，而腾讯在变现方式上以增加装饰类收费而非技能类收费为探索方向，若其能在玩法、场景、道具上有所创新并进行优化，腾讯目前在生存射击细分品类将具有较强号召力。

4 全面布局优质内容，腾讯视频会员规模创行业新高，在线音乐加大版权投入

2017 三季度社交网络收入同比增长 56%至 152.80 亿元，增长主要受直播、视频、音乐等数字内容服务，以及游戏内虚拟道具销售的收入增长所推动。

（1）在线视频变现来源主要包括广告收入和内容付费，根据腾讯财报核算口径，广告收入记入媒体广告收入，内容付费记入社交网络收入。根据艺恩网发布的报告，至 2016 年 12 月，中国有效视频付费用户规模已突破 7500 万，增速达 241%，是美国市场的 9 倍。预计 2017 年中国视频付费用户规模将超过 1 亿。在此背景下，各视频网站都在自制剧、网综及头部版权剧上加大投入。

从周活跃渗透率看，2017 年 2 月开始腾讯视频就超越了爱奇艺，二者的曲线一度重合，又逐步拉大。经过暑期档，腾讯视频巩固了第一的位置。而根据 QuestMobile 和极光大数据，腾讯视频移动端 9 月 DAU 近亿，月度使用时长和月度使用次数分别达 31.9 亿小时和 263.4 亿次，三项指标继续保持行业第一。9 月腾讯视频会员数突破 4300 万，同比增长 1 倍以上，会员规模创行业新高。

艾瑞 MVT 的数据显示，腾讯视频内容覆盖度处于行业领先。尤其是在视频内容的月总播放量、月总设备数等维度上，腾讯视频以绝对优势保持第一，9 月移动端视频内容月总播放量和月总设备数分别达 700.8 亿次和 11.4 亿台。从各内容版块的投入来看，视频平台的竞争已经转向全素材布局，腾讯视频的资源更加广泛。

高速增长的数字背后，得益于腾讯视频优质内容的持续排播与全面布局。

截至 9 月 30 日，头部 IP 大剧《鬼吹灯之黄皮子坟》播放量达 26.3 亿，成暑期档第一探险类题材网剧；《那年花开月正圆》创新会员播出模式，播放量已突破 70 亿；音乐偶像养成类网综《明日之子》引发高话题度，总播放量近 40 亿。

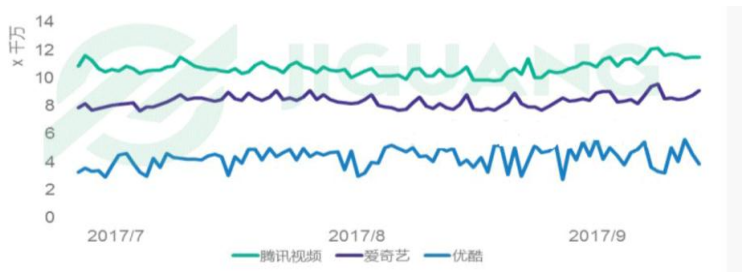
11 月举行的腾讯视频 V 视界大会揭开 2018 年内容矩阵。在头部大剧的储备上，腾讯视频明年加大内容投入，《沙海》《扶摇》《三生三世枕上书》领衔出击，另外宣布明年与 TVB 继续合作，联手打造《使徒行者 3》《铁探》。在网络综艺上，腾讯视频将重点布局偶像产业链，通过优质的内容产生偶像，形成产业链闭环。自制综艺将有《明日之子 2》《创造 101》《吐槽大会 2》等，版权综艺方面《真正男子汉 3》、《演员的诞生 2》、《我们相爱吧 4》等将会登场。

图表41：　　腾讯视频、爱奇艺的周活跃发展趋势



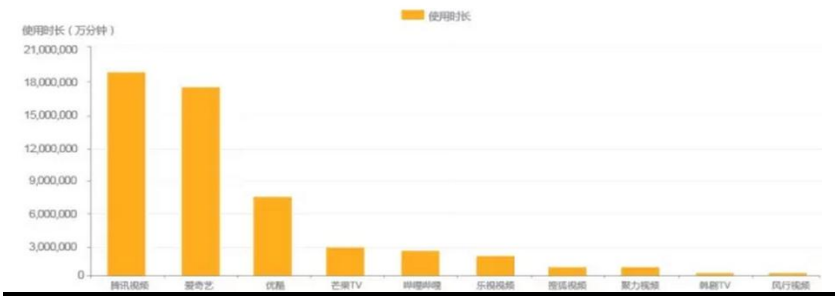
资料来源：猎豹大数据

图表42：　　在线视频移动端 DAU（2017Q3）



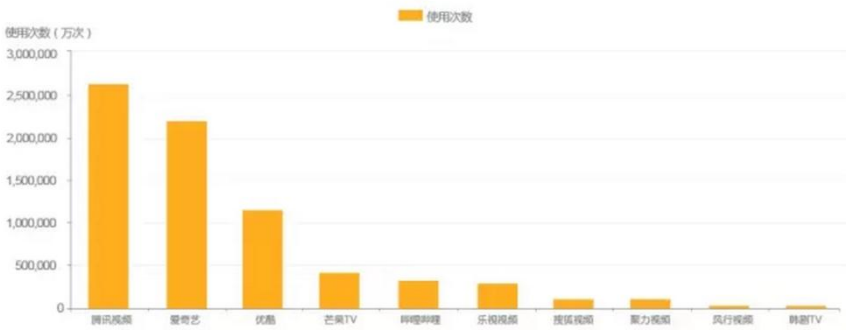
资料来源：极光大数据

图表43：　　在线视频移动端用户使用时长（2017.09）



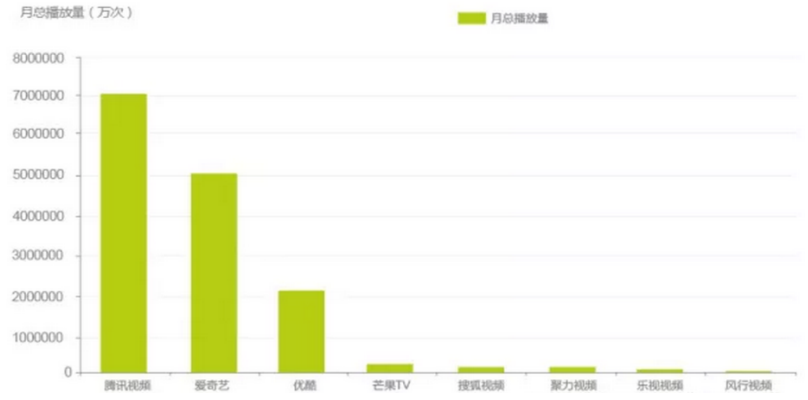
资料来源：QuestMobile TRUTH

图表44：　　在线视频移动端用户使用频次（2017.09）



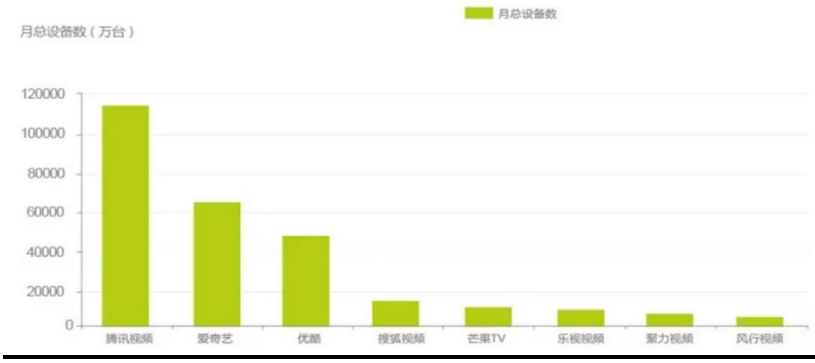
资料来源：QuestMobile TRUTH

图表45： 在线视频移动端月总播放量（2017.09）



资料来源：艾瑞 mVideoTracker

图表46： 在线视频移动端月总设备数（2017.09）



资料来源：艾瑞 mVideoTracker

图表47： 腾讯视频和爱奇艺暑期档获取版权对比

	腾讯视频	爱奇艺
版权剧	5	27
自制剧、自制影视	34	26
版权综艺	16（独播 2）	21（独播 2）
自制综艺	20	30

资料来源：猎豹大数据

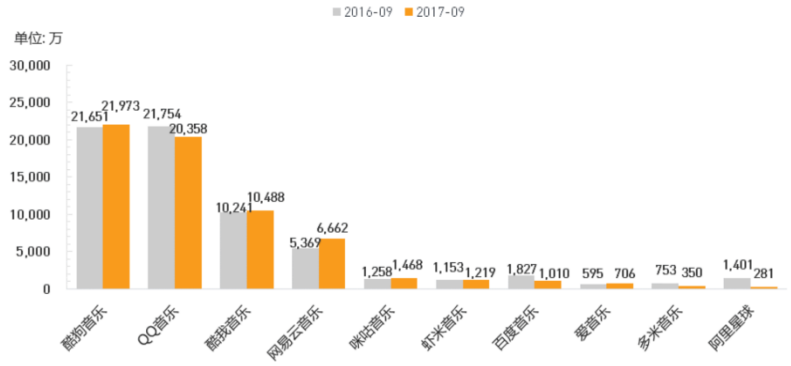
（2）2017 年 1 月以来，在线音乐应用行业月活用户规模一直保持在 5.6

亿以上，中国移动互联网民人口红利逐渐消失，在线音乐应用行业用户增长放缓。目前月活过亿级的应用有酷狗音乐、QQ 音乐和酷我音乐，网易云音乐以近 7000 万月活排名第四，与其他应用逐步拉开差距。从用户黏性来看，四大音乐软件在使用频次和时长上都处于行业领先地位。

2017 年上半年，QQ、酷我、酷狗正式合并为腾讯音乐娱乐集团。由于用户大部分只使用一款音乐软件，三大品牌两两用户重合度不到 20%，腾讯音娱实际用户数量呈现垄断局面。

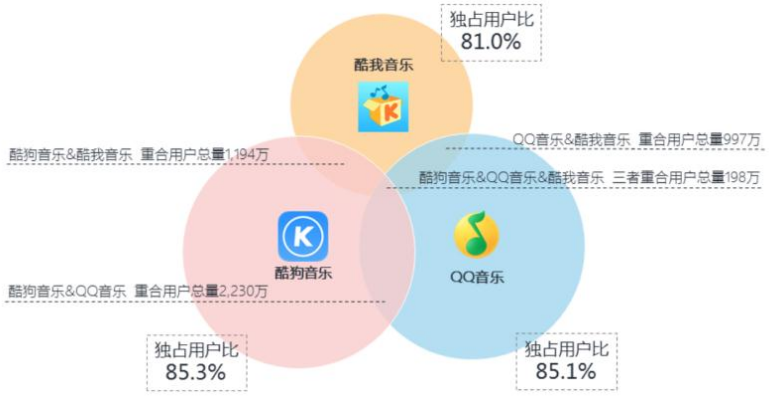
总体来看，腾讯的数字音乐布局从两方面展开：i）基于用户规模的优势，通过加强产品上的创新能力，提高了用户活跃度和粘性。酷狗音乐形成涵盖听歌、电台、直播、K 歌等功能的一体化娱乐服务平台；QQ 音乐在在线音乐的基础上增强了音乐社区服务。ii）整合资源与完善版权布局。8 月，腾讯停止与网易云音乐的版权合作。9 月，腾讯与阿里音乐双方宣布达成版权转授合作，授权曲库数量在百万级以上。然而随后国家版权局约谈各大音乐平台及国内外的知名音乐公司，要求网络音乐作品公开授权，避免独家。随着国内网络音乐版权环境的不断完善，差异化的版权资源争夺会愈发激烈，而腾讯的寡头优势地位会不断面临新的挑战。

图表48：　　在线音乐 MAU 排名



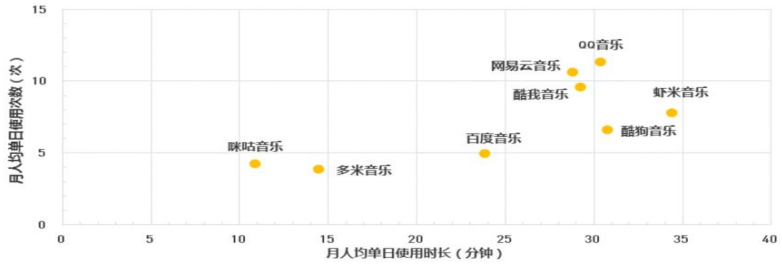
资料来源：QuestMobile TRUTH

图表49：　　在线音乐三大品牌用户重合分析（2017.09）



资料来源：QuestMobile TRUTH

图表50：　　在线音乐 App 用户黏性格局（2017.07）



资料来源：QuestMobile TRUTH

5 整合用户和内容资源带动视频广告变现能力提升，微信广告形态迭代加速，商业化箭在弦上

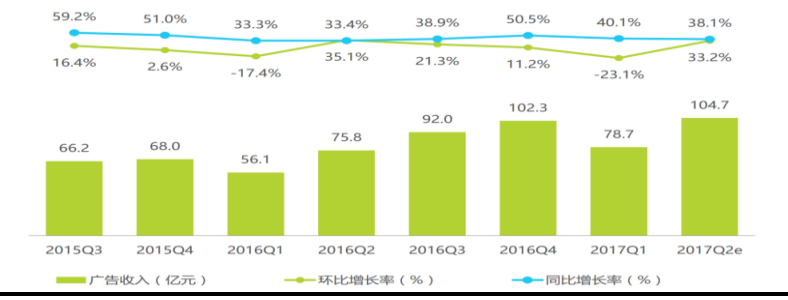
网络广告收入分为媒体广告收入和社交及其他广告收入。2017 三季度网络广告收入同比增长 48%至 110.42 亿元。媒体广告收入同比增长 29%至 41.22 亿元，主要反映腾讯视频的流量广告和腾讯新闻产品的信息流广告的发展。社交及其他广告收入同比增长 63%至 69.20 亿元，主要来自微信、QQ 等社交应用的广告。

（1）目前国内网络视频用户已达 5.6 亿人，视频付费用户年底将突破 1 亿人。根据艾瑞咨询的核算，中国在线视频广告收入增长迅速，同比增速在 40%上下；移动端广告收入增速超过总体增速，虽然近一年来增速有所放缓，但目前仍有 60%。因此，移动端收入比重不断提升，目前已达到 70%。

腾讯视频付费会员已经超过 4300 万，同时，腾讯视频也成为用户上传视频的首选平台，在微信社交场景及小程序使用场景中均排名第一。在不断整合内容、产品、用户资源的基础上，腾讯提出“Contents”IP 营销、“Products”品效联动、“Users”会员营销的营销解决方案。IP 层面可在促销、传播、代言、商品、跨界、主题六大场景无限拓展 IP 价值；品效联动层面则调节传播形式，精准选择数据营销工具，实现传播效果的最大化；会员层面则全面覆盖其消费场景，提供更多的营销接触点。

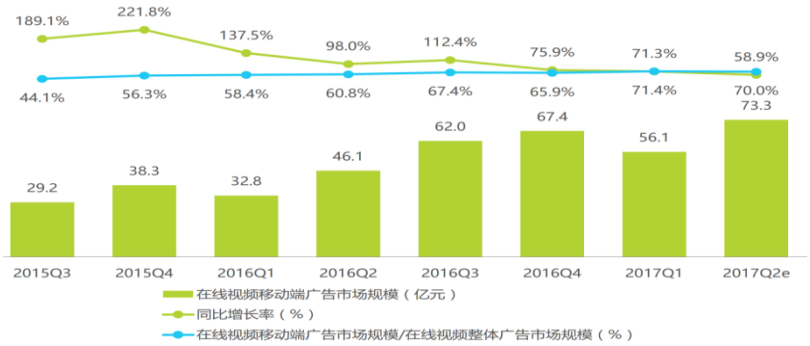
在腾讯视频的各种广告形态中，贴片广告和暂停广告主要以定价售卖模式销售，城市、贴片位置、频道、年龄段等定向会导 10-20%的加价；同时在长尾视频通过接入 DSP 和效果广告平台的方式，推出 5 秒可跳过的贴片广告。焦点图广告和信息流广告以效果竞价售卖。

图表51： 中国在线视频行业广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询

图表52： 中国在线视频移动端广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询

图表53： 腾讯视频广告形态



资料来源：腾讯营销平台

腾讯的新闻资讯类应用依托庞大的社交用户基础，以兴趣标签为导向，实现内容定向分发和精准营销。目前月活跃用户数达 2.4 亿，且覆盖大量高学历、高收入人群。根据猎豹智库数据，从周活跃渗透率来看，2017 三季度腾讯新闻和天天快报排名第 2 和第 4，与今日头条之间竞争激烈。

图表54： 新闻资讯类 App 排行榜（2017Q3）

排名	app名称	周活跃渗透率	周人均打开次数
1	今日头条	16.1498%	142.7
2	腾讯新闻	10.9342%	225.5
3	今日头条极速版	7.1457%	127.7
4	天天快报	6.3132%	218.1
5	新浪新闻	2.6739%	23.9
6	一点资讯 官方+预装	2.3455%	62.3
7	头条日报	1.6636%	23.0
8	搜狐新闻	1.4383%	15.5
9	趣头条	1.4375%	113.6
10	网易新闻	1.2451%	34.7
11	凤凰新闻	1.0721%	43.5
12	今日热点头条	0.7746%	21.0

资料来源：猎豹大数据

从 2017 年 10 月起，腾讯新闻和腾讯视频信息流资源上线腾讯社交广告

平台，支持竞价投放，按 CPC 扣费。信息流广告以原生形式出现在内容场景中，依托腾讯社交广告大数据能力，帮助广告主精准触达目标用户，增加广告主 ROI，提升变现能力。

（2）社交广告是腾讯广告收入另一大重要来源，广告主通过腾讯社交广告平台进行广告投放。平台提供超过 200 种特征和行为标签，广告主可以自由选择、组合这些特征和行为，精准刻画和锁定目标用户。传统上，腾讯社交广告平台对接产品主要有微信、QQ、QQ 空间、腾讯联盟、QQ 浏览器和应用宝。

凭借微信和 QQ 及其衍生产品，腾讯牢固占据国内社交媒体领域龙头地位。截至 2017 年 9 月，微信消息日发送次数为 380 亿次，较去年增长 25%；朋友圈日发表视频次数 6800 万次，同比增长 22%。用户参与度的深化和视频社交重要性的提升，为商业化提供了广泛机会。微信在朋友圈和公众号开发信息流广告，广告定价主要以效果计价，包括 CPM、CPC 等。

图表55：　微信广告形式

朋友圈广告



公众号广告



资料来源：微信官网

图表56：　微信广告变现方案

朋友圈广告	图文广告	排期购买	核心城市	150 元/CPM
			重点城市	100 元/CPM
			普通城市	50 元/CPM
		竞价购买	核心城市	100-300 元/CPM
			重点城市	60-200 元/CPM
			普通城市	≥30 元/CPM
	视频广告	排期购买	核心城市	180 元/CPM
			重点城市	120 元/CPM
			普通城市	60 元/CPM
公众号广告	底部广告	竞价购买		≥0.5 元/CPC
	视频广告	竞价购买		≥10 元/CPM
		排期购买	核心城市	25 元/CPM
			重点城市	20 元/CPM
			普通城市	15 元/CPM
	互选广告			按文章收费 ，文章价格由流量主自主决定

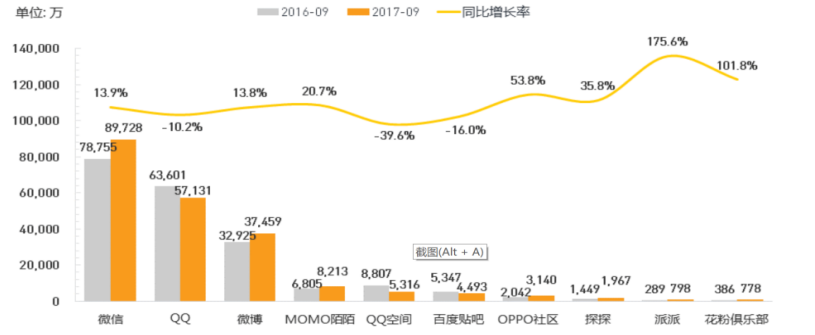
资料来源：微信官网

近日，微信互选广告推出短视频样式，长度为 6-15 秒，出现在公众号文章末尾，在文章内自动播放。这是广告主和流量主通过微信广告平台双向互选、自由达成广告合作的一种投放模式。短视频广告需要注重内容深耕，才能够与优质的微信文章进行深度结合，取得好的传播效果。

为了解决公众号“野生”广告聚集、微信无法分成的局面，微信当前正在内测公众号文中广告，目前且规定章只能插入一个广告位。随着时间推移，微信会不断探索释放新的广告位，并且把广告位握在自己手中，以增强变现能力。

此外，小程序作为一种全新的可以承载商品和服务的产品形态，有望成为企业迈向移动互联网、迎接数字化和智能化浪潮的重要载体。随着小程序功能不断延展，未来将提供更多与场景结合的流量，增强公众号与小程序之间的合作，提高商业变现的能力和空间。

图表57： 国内移动社交 MAU 规模前十名



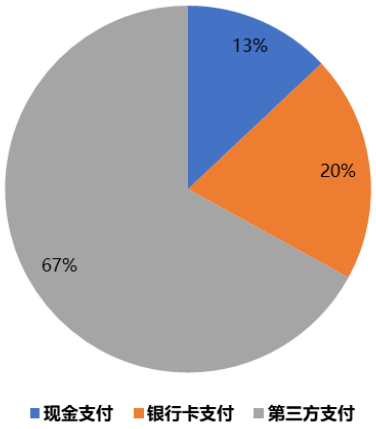
资料来源：QuestMobile TRUTH

6 以财付通为起点布局金融业务体系，海外市场扩张稳步推进，与支付宝的竞争会是长期趋势

（1）其他业务 2017 三季度收入同比增长 143%至 120.44 亿元，增长驱动力之一来自支付相关服务的增长。财付通是国内第二大第三方支付平台，目前服务的个人用户已超过 2 亿，服务的企业客户也超过 40 万；2013 年 8 月财付通联合微信发布微信支付，开始布局移动端支付。腾讯金融以财付通为后台清算平台，利用庞大的微信和 QQ 用户的入口优势，以及传统金融机构在小微客户覆盖的不足，有效把握长尾用户需求，全面布局支付（微信支付、手 Q 支付）、借贷（微众银行、微粒贷）、理财（理财通）、基金、保险（众安保险、微保）、证券（自选股、微证券）等多个领域。

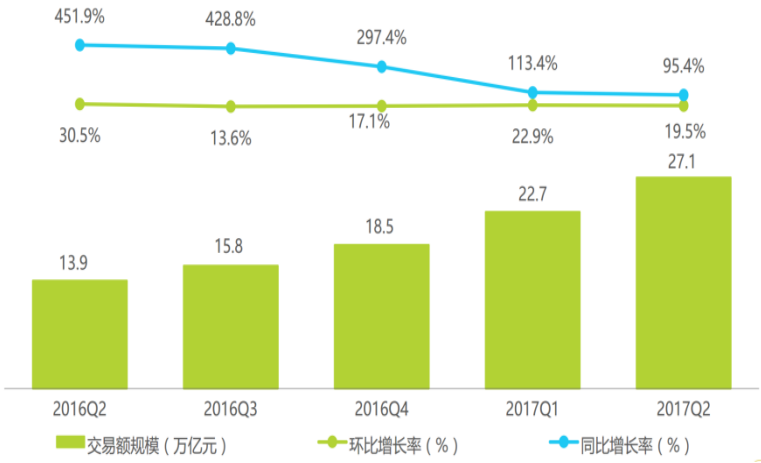
中国移动支付已经由银行主导转为第三方支付机构主导的阶段。移动支付目前形成腾讯的财付通与阿里的支付宝双寡头格局，二者占据市场份额的 94%。从活跃用户看，腾讯公布的数据显示，在中国有 6 亿活跃用户使用微信支付，与此同时，支付宝活跃用户数量约 4.5 亿人。

图表58： 中国市场支付渠道分布（2017Q1）



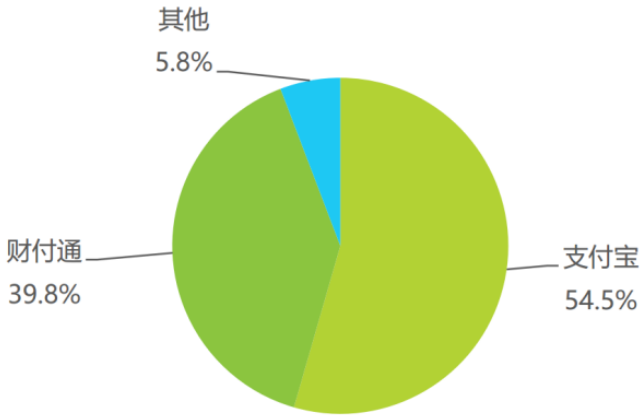
资料来源：猎豹全球智库

图表59： 中国第三方移动支付交易规模



资料来源：艾瑞咨询

图表60： 中国第三方移动支付市场份额（2017Q2）



资料来源：艾瑞咨询

（2）支付宝打开了中国迈向无现金社会的窗口，对用户进行了深入的支付习惯的培养，使线下移动支付的用户渗透率不断提高。作为后起之秀的微信支付依靠腾讯天然用户和社交属性优势，在几年内大幅抢占市场份额，成为腾讯金融全业务流量的重要来源，通过强大的流量导入，由支付推升出多种新业务。截至 2017 年 9 月，微信月社交支付次数达到较去年增长 23%，月线下支付次数较去年增长 280%。

目前腾讯支付业务发力方向主要有：

i）布局海外市场，在全球各地不断通过与当地支付公司、零售商、机场、银行进行合作，试图抢占先机。由于支付宝推出早，先发优势明显，在海外进入的国家数量、覆盖范围都比微信支付广，但过去一年微信布局速度惊人。

ii）拓展移动支付场景，进军传统公共出行。9 月 13 日，腾讯与安徽省、合肥市签下一系列合作，并将腾讯乘车码正式接入到合肥公交系统中；紧接着，与深圳巴士集团、深圳通公司举行合作签约仪式；9 月 18 日又与广州市交通委员会签订战略合作协议。参考香港八达通对城市用户生活的覆盖度和渗透率，未来结合微信小程序的乘车码有望成为国内线下生活支付一站式解决方案。

iii）不仅提供支付方式，还帮助商家升级其商业模式。目前微信支付合作商家数量已经超过百万家，覆盖 30 多个行业。微信支付服务商遍布全行业，为商家提供商业模式解决方案。在产品能力上，向商户和服务商开放基础数据能力，为商家的精细化运营提供参考；在运营扶持上，涵盖行业方案、社交营销和资源整合，最近上线红包店活动，增加社交性和商业支付之间的联动，也给商家带来了更多流量和动销。

图表61： 微信支付和支付宝在海外市场的发展情况

	支付宝	微信
	2004年由阿里推出支付宝	2012年，微信5.0中加入微信支付
2016年10月24	支付宝宣布进入美国市场（与支付处理平台First Data、Verifone合作）	
2017年1月	支付宝强势进军日本	微信支付进军日本市场
2017年5月	全球已经有12万个贸易商支持支付宝，而且支付宝已经登陆27个国家和地区。	微信支付进军美国市场（与citcon合作）
2017年7月	70个国家的逾8万零售商签约接入支付宝服务	腾讯在欧洲推出微信支付（与德国支付公司Wirecard合作）
截至目前	支付宝已经打通了全球200多个国家和地区资金渠道。	微信支付已登陆超过15个境外国家和地区，在全球范围内覆盖超过13万家境外商户，支持超过12个外币直接结算。
	支付宝在海外已经跟200多家金融机构达成合作，包括Visa、花旗银行、渣打银行、巴克莱银行等。	
	在货币结算上，目前支付宝支持18种境外货币结算。	

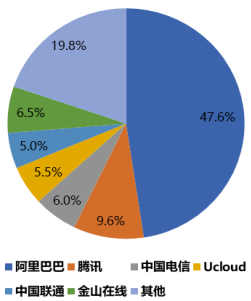
资料来源：猎豹全球智库

7 腾讯云借力中国云市场成长期获取更大市场份额，为政务、企业和个人客户提供多元化解决方案

其他业务收入增长的另一驱动力来自腾讯云服务的快速发展。腾讯云是基于腾讯多年对海量互联网服务的经验，打造的面向广大企业和个人的公有云平台，为广大开发者提供云服务器、云数据库、云存储和 CDN 等基础云计算服务，以及提供游戏、视频、移动应用等行业解决方案。

（1）IDC 发布的调研结果显示，中国公共云 IaaS 市场整体保持快速增长，2017 年上半年整体规模超过 10 亿美元，同比去年增长近七成。其中，阿里云 2017 年上半年 IaaS 营收为 5 亿美元，占据 47.6%的中国市场份额；腾讯云位居第二，营收约 1 亿美元左右，份额为 9.6%，与阿里云有较大差距。

图表62： 2017 上半年中国公有云市场（IaaS）



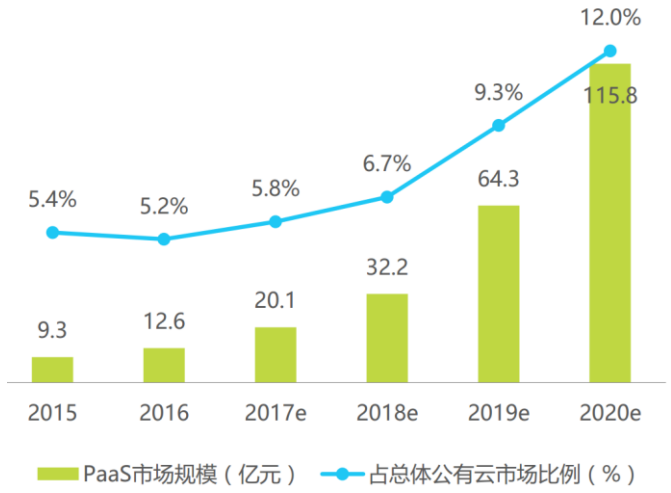
资料来源：IDC

（2）三种云服务类型中，PaaS 起步最为晚近，目前仍处于发展初期。随着 API 经济的来临，预计 PaaS 在公有云市场中的份额将逐步提升，并带动云通信的发展。

在目前云通信市场中，腾讯云占据了重要地位，特别是企业级市场，包括聚美优品、富途证券、滴滴出行、智联招聘等众多企业选择了腾讯通信云，涵盖金融、电商、游戏、视频、医疗、教育、娱乐等重点行业领域。腾讯云“智慧通信”背靠腾讯强大的社交资源，从最早的即时短信到语音、流量、物联网等，如今更整合了五大产品服务提供给通信用户，“智能+通信”生态初具雏形。

目前腾讯通信云在短信服务方面开通超过 200 个国家和地区，支持分地区、运营商和短信类型等多维度实时监控，短信到达率高达 99%。在 PSTN(公共交换电话网络)方面，腾讯通信云支持 200 多个城市本地号码，帮助企业提高语音触达能力，接通率超过 98%。

图表63：　　中国 PaaS 服务市场规模及 PaaS 占公有云市场比例



资料来源：艾瑞咨询

（3）政府对云计算相关产业的大力支持、网络基建的完善，为国内云服务的良好发展奠定了基础。目前腾讯云于全球运营 34 个可用区，已成为全球基础设施布局最广泛的中国互联网云服务商。8 月举行的腾讯“云+未来”峰会透露腾讯云的发展路径主要有：i）建设政务信息高速路，助推政府机关数字化转型；ii）建设企业信息高速路，助力企业在数字化转型中，最终与更加定制化与人性化的客户未来体验相连接；iii）建设未来信息高速路，峰会上浪潮(北京)与腾讯云签订战略合作协议，成为了腾讯发展“AI 即服务”的重要计算方案供应商，基于双方的技术优势更好地为政府、金融、制造业等客户提供云计算服务。

8　人工智能将成为重要基础能力，通过不断探索新的应用场景，提升全业务线各项产品和服务的变现能力

腾讯在人工智能布局方面的战略为“Make AI Everywhere”(让 AI 无处不在)。与互联网、移动互联网一样，人工智能是基础能力。腾讯正在从技术、场景和平台三个层面打造这项基础能力。

（1）组建技术研发共同体，加速 AI 技术积累。i）腾讯优图实验室成立于 2012 年，专注在图像处理、模式识别、机器学习、数据挖掘等领域开展技术研发和业务落地。ii)腾讯 AI Lab 是腾讯企业级 AI 实验室，于 2016 年 4 月成立。实验室聚焦于基础研究与应用探索的结合，希望能提升 AI 的决策、理解及创造能力。

（2）构建消费共同体，布局 AI 多维应用场景。将 AI 引入游戏会衍生出很多新玩法，这会是腾讯最具差异化的 AI 应用领域；立足于内容生态，人工智能正在腾讯的内容搜索、推荐分发，甚至创作领域落地。

（3）构建产业共同体，AI 技术赋能全行业。工具 AI 的开放将大幅降低企业使用人工智能云服务的门槛，将人工智能的概念落到实处，比如将人脸识别、语音识别、自然语言处理以及学习平台的能力等作为产品向企业输出。

日前，腾讯正式发布人工智能助手——腾讯叮当，标志着腾讯已经开始进军人工智能商用领域，并将人工智能技术正式商用化、民用化。腾讯叮当的产品逻辑即是将需求“场景化”，将客户的需求与使用场景紧密结合，切实满足用户需求。

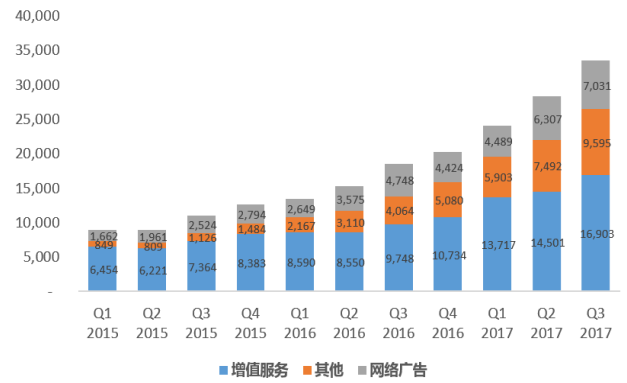
9 其他财务指标

（1）成本结构

2017Q3 腾讯收入成本为￥335.29 亿，同比增长 81%，增长主要来源于内容成本、支付相关服务成本以及渠道成本的增加。同比增长 31%，主要由于移动应用及暑期活动的推广活动。

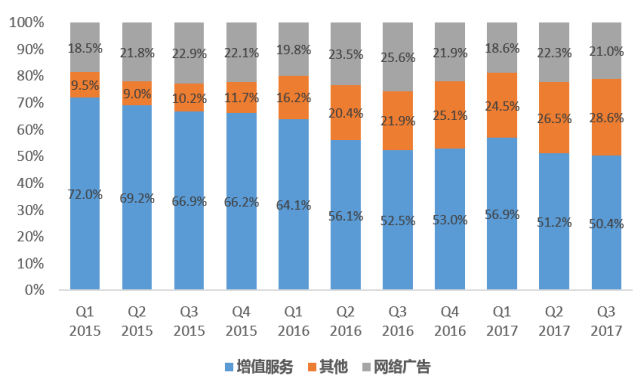
增值服务收入成本为￥169.03 亿，同比增长 73%，占总体收入成本比例下滑至 50.4%，增长主要由于分成和内容成本，以及与第三方应用商店合作的手机游戏渠道成本增加；其他业务收入￥95.95 亿，同比增长 136%，占比 28.6%，主要由于支付相关服务及云服务的成本增加；网络广告收入成本为￥70.21 亿，同比增长 48%，占比 21%，增长主要来自于视频内容投资、流量获取成本、服务器托管等增加。

图表64： 腾讯收入成本分业务



资料来源：腾讯财报

图表65： 腾讯收入成本分业务占比



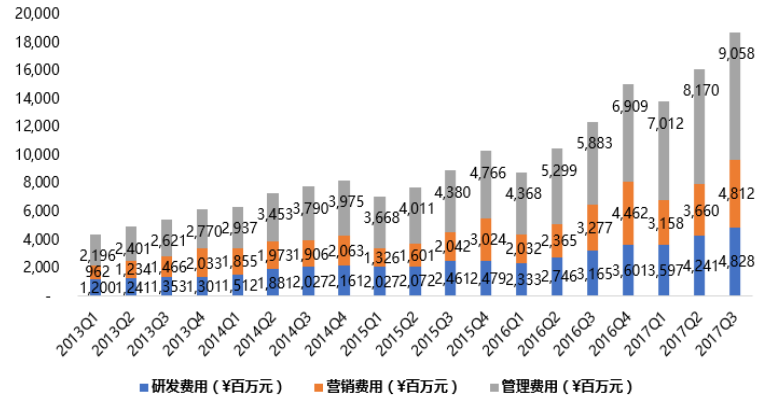
资料来源：腾讯财报

2017Q3， 营销费用同比增长 47%至￥48.12 亿，主要由于游戏和媒体的

推广费用增加，以及人工成本的增加，其占收入比例同比有所下滑，至7%。

研发费用包含于公司的一般行政开支（即管理费用），环比增长 13.8%；管理费用本季度为￥90.58 亿，同比增长 54%，除去研发成本的增加，雇员成本增加也是原因之一。截至 2017 年第三季度，腾讯有 43,500 名员工。管理费用环比增长主要由于第三季度招聘 1,500 名毕业生。

图表66： 腾讯营业支出

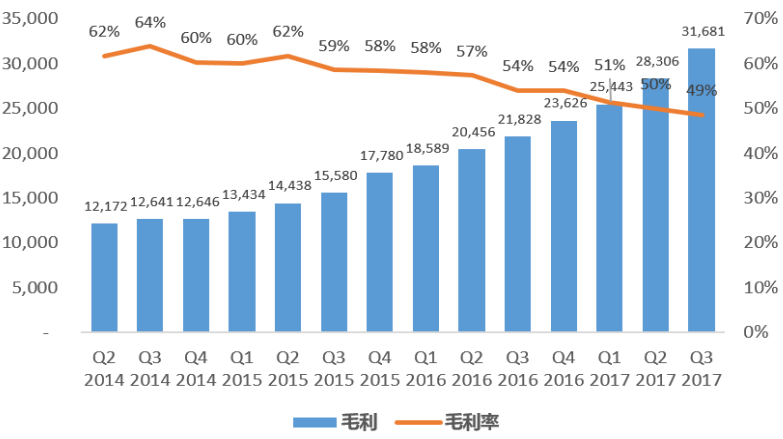


资料来源：Bloomberg

（2）利润率情况

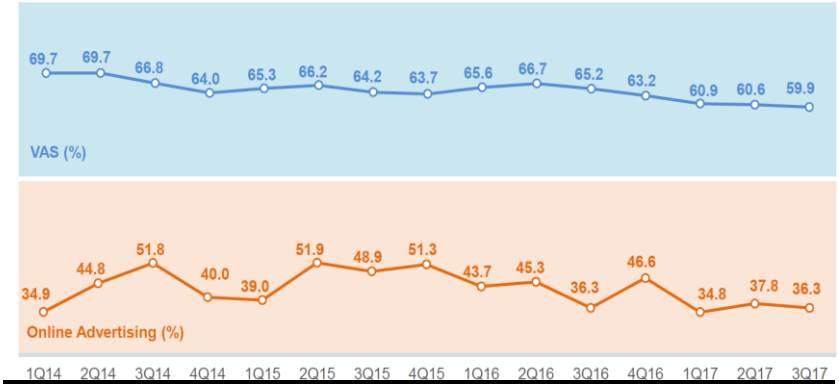
2017Q3 毛利为￥317 亿元，毛利率为 48.61%，YoY 下降 5.44pct，QoQ 下降 1.39pct。高毛利的增值服务业务的占比下降，而毛利率较低的其他业务占比提升，使得整体毛利率有所下滑。增值服务毛利同环比均有所下滑，主要由于渠道成本上升，以及收入构成转向毛利更低的业务，例如内容服务等；网络广告业务同比持平，环比下降 1.5pct，主要由于广告存货的减少；其他业务毛利同比提升 2.2pct，主要由于支付业务毛利率的改善。

图表67： 腾讯毛利及毛利率



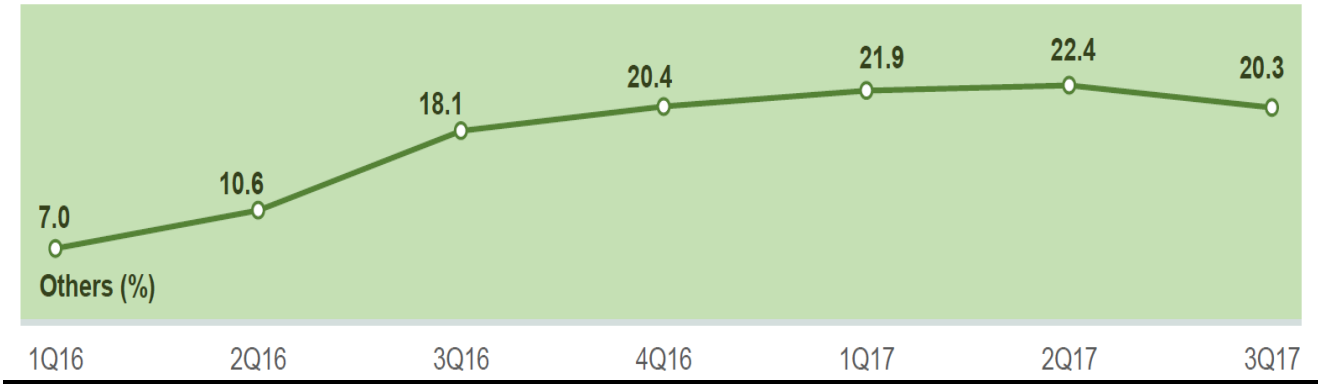
资料来源：腾讯财报

图表68： 增值服务与网络广告毛利率



资料来源：腾讯投资者关系网站

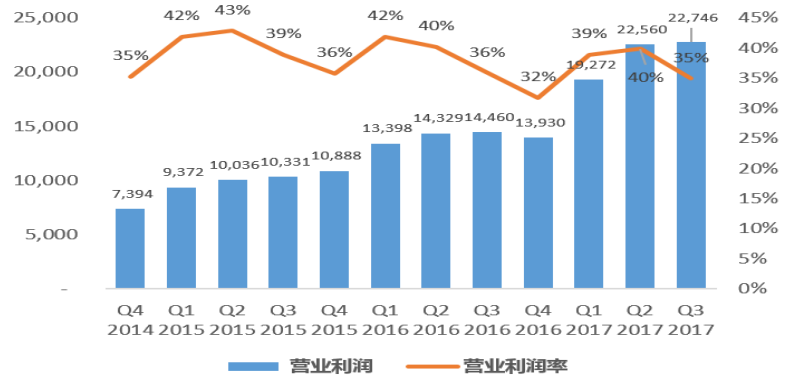
图表69： 其他业务毛利率



资料来源：腾讯投资者关系网站

2017Q3，腾讯营业利润￥227.46 亿，YoY 增长 57%，QoQ 增长 1%。营业利润率为 34.8%，YoY 下降 1pct，QoQ 下降 5pct。营业利润率的下滑主要反应了毛利率的下降以及营销费用的增加。

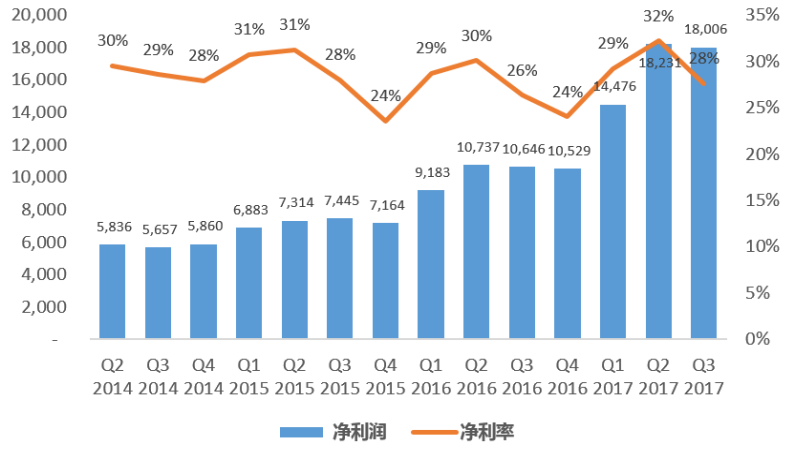
图表70： 腾讯营业利润及营业利润率



资料来源：腾讯财报

2017Q3，归属于腾讯的净利润为 ￥180.06 亿元，YoY 增长 69%，QoQ 下降 1%。净利率为 27.68%，YoY 提高 1pct，QoQ 下降 4.57pct。

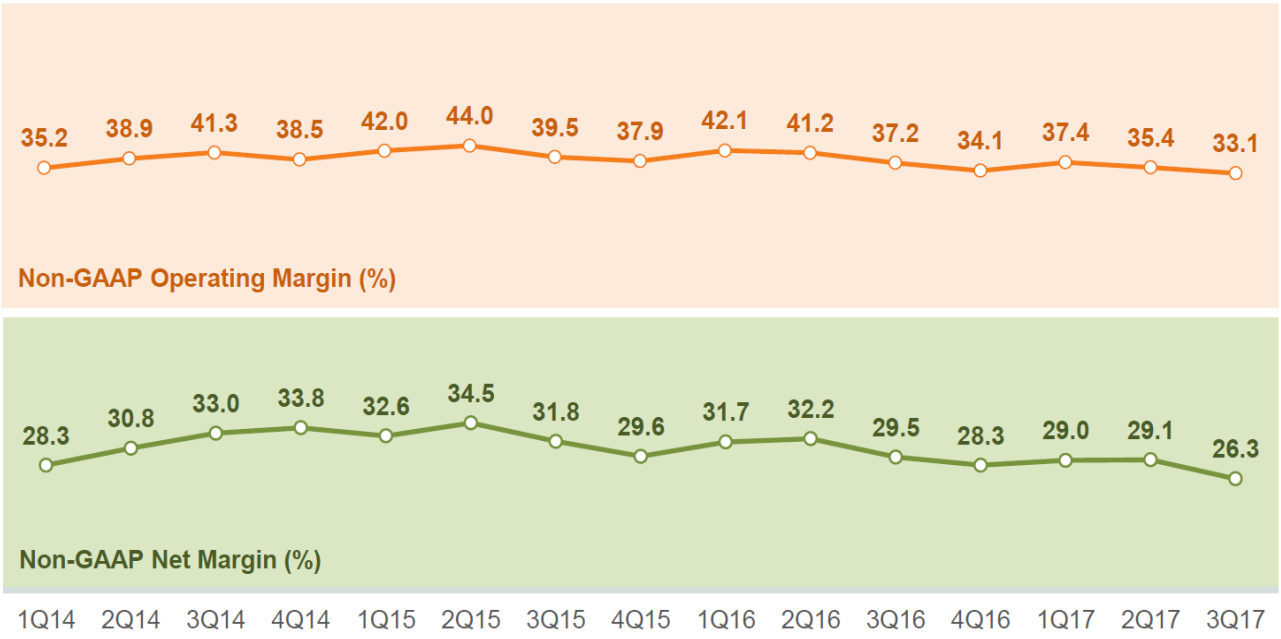
图表71： 腾讯净利润及净利率



资料来源：腾讯财报

2017Q3 non-GAAP 营业利润￥216 亿元，YoY 增长 44%，QoQ 增长 8%；non-GAPP 净利率为 26%，YoY 下降 4pct，QoQ 下降 3pct。

图表72： 腾讯 Non-GAAP 利润率



资料来源：腾讯投资者关系网站

10 彭博一致预期

根据彭博一致预期，公司 FY17-20 调整后 EPS 为￥6.72/8.67/10.92/14.40，对应 PE 为 49/38/30/23X。公司短期继续依靠手游强大的变现能力，通过内容投资，社交付费以及广告变现正蓬勃发展，正在加速的金融支付、云服务以及 AI 领域的布局将在中长期成为公司继续高速发展的强大引擎。

图表73： 彭博一致预期

财务指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
调整后EPS	1.79	1.95	2.05	4.84	6.72	8.67	10.92	14.40
P/E(当前股价388.2)					49	38	30	23
营业收入（￥百万）	64,960	73,541	81,808	151,938	232,800	315,517	404,137	496,643
毛利率 %	49	48	47	56	51	50	49	49
营业利润（￥百万）	19,901	25,329	27,279	52,935	79,609	99,514	124,014	165,795
调整后净利润（￥百万）	16,938	20,213	21,773	45,420	63,625	81,991	104,307	119,301

资料来源：Bloomberg

11 风险提示

活跃用户增速放缓风险、稳定优质内容生产风险、互联网信息发布政策变更风险、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、投资风险、估值过高风险等。

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