

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

2018.08.17

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

联系人： 钟星杰
TEL: 021-50196258
E-mail: zhongxingjie@foundersec.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：

18Q2 营收 736.75 亿元 (YoY+30%, QoQ+0%), 低于彭博一致预期 5.13%; 营业利润达 218.07 亿元 (YoY-3%, QoQ-29%); 归母净利润 178.67 亿元 (YoY-2%, QoQ-23%); Q2 每股摊薄盈利 1.868 元 (YoY-2%, QoQ-23%)。

点评：

1. 社交产品发展重心转向用户参与度的提升，小程序生态继续完善，游戏遭遇行业逆风，营收增长不及市场预期

Q1 微信 MAU 为 10.577 亿, YoY+9.9%, 小游戏等增加了用户的使用时长, 整体的用户粘性增强; QQ 月活跃用户达 8.032 亿 (YoY-5.5%, QoQ-0.3%); 受视频订阅服务的强劲增长的推动, 收费增值服务注册账户达 1.539 亿 (YoY+30.3%, QoQ+4.6%)。

2. 行业正处逆风，主力游戏未商业化，新游发布推迟，腾讯游戏业务收入承压，核心优势不改，游戏储备丰富，待审批重启后有望反弹，长期游戏生态布局完备

收入环比下降，用户端转手趋势未变，手游继续拉动收入同比增长，行业增速放缓，腾讯市占率进一步提升；游戏收入行业继续领先，海外手游表现亮眼，《怪物猎人》下架 WeGame 受挫；游戏储备丰富，待审批重启或迎反弹，长期游戏生态布局完备，发展优势显著。

3. 小程序连接线上线下，游戏、电商、公众号变现能力加强，生态布局逐步完善，促进支付、广告、云服务进一步发展

4. 自制和独播内容拉动视频会员数达新高 7,400 万，带动会员付费和媒体广告收入增长；腾讯音娱包揽音乐 App 前四，集齐三家版权分销权，准备赴美上市；微视持续功能创新，多应用附加短视频功能布局短视频赛道

5. 网络广告收入持续增长，营收贡献占比提升，优质 IP 和原创内容助力媒体广告增长，微信朋友圈广告加载率提升、小程序广告资源的开发等释放社交广告的变现能力

6. 其他业务：备付金缴存比例上升，将对支付业务收入及毛利产生不利影响；持续布局智慧零售，助力支付场景拓展；云服务收入同比翻倍

7. 盈利预测与估值：据彭博一致预期，公司 FY18-20 调整后 EPS 为 ¥8.93/11.74/14.97, 对应 PE 为 32.1/24.4/19.1X。公司由互联网增值服务(网络游戏与社交网络)、广告以及其他业务(含支付相关服务与云服务)三大板块共促收入稳定发展，业务结构更趋均衡，本季虽业绩增长疲弱，但公司互联网流量优势不变，预计审批恢复后游戏增长反弹可期，将为业绩提供稳定支撑，小程序和广告业务未来变现潜力巨大，长期看好公司发展趋势。

风险提示：活跃用户增速放缓风险、游戏内容监管风险、新游审批长期冻结风险、生存射击游戏商业化不及预期风险、稳定优质内容生产风险、互联网信息发布政策变更风险、视频内容监管风险、内容成本快速增加风险、渠道成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、互联网估值调整风险、汇率风险等。

图表目录

图表 1:	腾讯分业务收入 (亿元) (季度)	4
图表 2:	腾讯增值业务收入 (亿元) (季度)	4
图表 3:	QQ 月活用户及增速	5
图表 4:	微信月活用户及增速	5
图表 5:	腾讯网络游戏收入及同环比增幅	5
图表 6:	腾讯游戏收入及市占率	5
图表 7:	腾讯手游收入、增速及游戏收入占比	6
图表 8:	腾讯手游 ARPU	6
图表 9:	腾讯、网易手游市占率	6
图表 10:	腾讯端游收入、增速及占收入比重	6
图表 11:	腾讯 ACGs 高级休闲游戏 ARPU	7
图表 12:	腾讯 MMOGs 大型多人在线游戏 ARPU	7
图表 13:	腾讯流动负债口径下的递延收入	7
图表 14:	2018 上半年中国手游收入 TOP20	7
图表 19:	2018 年 6 月全球端游收入排名	9
图表 20:	2018 年计划推出手游及上线进程	10
图表 21:	图表 23: 2018 年计划推出的端游、功能游戏及上线进程	10
图表 22:	腾讯游戏储备	10
图表 23:	2018 年 7 月小程序指数 TOP100 行业领域分布对比	11
图表 24:	2018 年 7 月小程序用户七日留存率行业分布	11
图表 25:	腾讯自有小程序分布图谱	11
图表 26:	腾讯&非腾讯小程序月活 TOP5	11
图表 27:	小程序日均活跃用户量 (亿)	11
图表 28:	典型微信小程序用户 7 日留存率	11
图表 29:	《创造 101》定制会员卡及会员促销活动	12
图表 30:	2018.6 腾讯视频渗透率及 DAU 视频类第一	13
图表 31:	2018 下半年腾讯视频电视剧+综艺片单	13
图表 32:	18 上半年在线音乐类 APP 排名	14
图表 33:	18 上半年短视频 APP 排名	14
图表 34:	微视部分功能展示	15
图表 35:	18 年 6 月互联网细分行业使用时长占比	16
图表 36:	2018 年上半年新闻类 APP 排名	16
图表 37:	腾讯收入成本分业务 (百万元)	17
图表 38:	腾讯收入成本分业务占比	17
图表 39:	腾讯营业支出 (百万元)	17
图表 40:	腾讯分业务收入占比 (季度)	18
图表 41:	腾讯毛利率 (季度)	18
图表 42:	腾讯各项利润率 (季度)	18
图表 43:	腾讯经调整利润 (百万元) 及增速 (季度)	18
图表 44:	腾讯各项利润 (百万元) 及增速 (季度)	18
图表 45:	彭博一致预期	19

事件:

- GAAP: 18Q2 营收 736.75 亿元 (YoY+30%, QoQ+0%), 低于彭博一致预期 5.13%; 营业利润达 218.07 亿元 (YoY-3%, QoQ-29%); 归母净利润 178.67 亿元 (YoY-2%, QoQ-23%); Q2 每股摊薄盈利 1.868 元 (YoY-2%, QoQ-23%)。18 年上半年营收 1,472.03 亿元 (YoY+39%), 营业利润 524.99 亿元 (YoY+25%); 归母净利润 411.57 亿元 (YoY+26%), 每股摊薄盈利为 4.303 元 (YoY+25%)。
- non-GAAP: 18Q2 营业利润为 222.58 亿元 (YoY+11%, QoQ-12%); 归母净利润为 197.16 亿元 (YoY+20%, QoQ+8%); 每股摊薄盈利 2.062 元 (YoY+20%, QoQ+8%)。2018 上半年归母净利润 380.29 亿元 (YoY+24%), 每股摊薄盈利 3.976 元 (YoY+24%)。
- 分业务收入: 18Q2 增值服务 420.69 亿元 (YoY+14%, QoQ-10%), 占收入比达 57% (YoY-8pct, QoQ-7pct), 其中网络游戏收入 252.02 亿元 (YoY+6%, QoQ-12%), 占比 34% (YoY-8pct, QoQ-5pct), 社交网络收入 168.67 亿元 (YoY+30%, QoQ-7%); 网络广告业务 141.10 亿元 (YoY+39%, QoQ+32%), 占比 19% (YoY+1pct, QoQ+5pct), 社交及其他广告收入达 93.80 亿元 (YoY+55%, QoQ+27%), 媒体广告收入 47.30 亿元 (YoY+16%, QoQ+43%); 其他业务收入 174.96 亿元 (YoY+81%, QoQ+10%), 占比 24% (YoY+7pct, QoQ+2pct)。
- 其他财务数据:
 - 毛利率: 18Q2 毛利 344.46 亿元 (YoY+22%, QoQ-7%), 毛利率 46.8% (YoY-3.3pct, QoQ-3.6pct);
 - 营业利润率及净利率: 营业利润率 29.6% (YoY-10.3pct, QoQ-12.1pct); 净利率 (归母) 24.3% (YoY-8.0pct, QoQ-7.4pct)。Non-GAAP 营业利润率为 30.2% (YoY-5.2pct, QoQ-4.2pct); 净利率 (归母) 为 26.8% (YoY-2.2pct, QoQ+1.9pct);
 - EBITDA: 18Q2 EBITDA 为 264.09 亿元 (YoY+18%, QoQ-10%), 经调整 EBITDA 为 281.39 亿元 (YoY+18%, QoQ-9%);
 - 资本开支: 18Q2 资本开支为 70.85 亿元 (YoY+135%, QoQ+12%);
 - 负债净额: 18Q2 负债净额为 353.01 亿元, 17Q2 此项为正的现金净额 212.67 亿元。
- 运营情况: Q2 微信和 Wechat 合并 MAU 为 10.577 亿 (YoY+9.9%, QoQ+1.7%); QQ 月活跃用户达 8.032 亿 (YoY-5.5%, QoQ-0.3%), 其中 QQ 智能终端 MAU 达 7.086 亿 (YoY+7.0%, QoQ+2.1%); QQ 空间 MAU 达 5.483 亿 (YoY-9.5%, QoQ-2.5%), 其中智能端 MAU 达 5.427 亿 (YoY-7.3%, QoQ-1.3%)。收费增值服务注册账户达 1.539 亿 (YoY+30.3%, QoQ+4.6%)。

点评:

1 社交产品发展重心转向用户参与度的提升, 小程序生态继续完善, 游戏遭遇行业逆风, 营收增长不及市场预期

18Q2 营收 736.75 亿元 (YoY+30%, QoQ+0%), 低于彭博一致预期 5.13%。营收与上季度基本持平, 主要由于公司支付及数字内容服务收入的增长被游戏收入的减少所抵销。分业务来看, 增值服务 420.69 亿元 (YoY+14%,

QoQ-10%)，占收入比达 57% (YoY-8pct, QoQ-7pct)。其中网络游戏收入 252.02 亿元 (YoY+6%, QoQ-12%)，网络游戏收入环比下滑主要是用户向尚未商业化的战术竞技类游戏转移、公司新游戏发布排期且 Q2 为淡季所致，网络游戏占比 34% (YoY-8pct, QoQ-5pct)；社交网络收入 168.67 亿元 (YoY+30%, QoQ-7%)，尽管公司数字内容服务如视频流媒体订购及直播服务有所增长但由于游戏内虚拟道具销售收入的减少造成本季度社交网络收入环比下降，占收入比 23% (YoY+0pct, QoQ-2pct)。

网络广告业务 141.10 亿元 (YoY+39%, QoQ+32%)，占比 19% (YoY+1pct, QoQ+5pct)，其中社交及其他广告收入达 93.80 亿元 (YoY+55%, QoQ+27%)，媒体广告收入 47.30 亿元 (YoY+16%, QoQ+43%)。其他业务收入 174.96 亿元 (YoY+81%, QoQ+10%)，占比 24% (YoY+7pct, QoQ+2pct)。

2018 年上半年公司营收达 1,472.03 亿元 (YoY+39%)，其中增值服务收入 889.46 亿元 (YoY+24%)，网络广告收入 247.99 亿元 (YoY+46%)，其他业务收入 334.58 亿元 (YoY+94%)。增值服务占收入比 60% (YoY-8pct)，增值服务收入增速虽有所放缓但仍是公司主要营收来源，网络广告占比 17% (YoY+1pct)，其他业务收入占比 23% (YoY+7pct)。

图表1：腾讯分业务收入（亿元）（季度）

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
总收入	223.99	234.29	265.94	304.41	319.95	356.91	403.88	438.64	495.52	566.06	652.1	663.92	735.28	736.75
YoY	22%	19%	34%	45%	43%	53%	52%	44%	55%	59%	61%	51%	48%	30%
QoQ	7%	4%	14%	14%	5%	12%	13%	9%	13%	14%	15%	2%	11%	0%
增值服务收入	186.26	184.28	205.47	230.68	249.64	256.8	279.75	291.91	351.08	368.04	421.24	399.47	468.77	420.69
YoY					34%	39%	36%	27%	41%	43%	51%	37%	34%	14%
QoQ		-1%	11%	12%	8%	3%	9%	4%	20%	5%	14%	-5%	17%	-10%
占总收入比重	83%	79%	77%	76%	78%	72%	69%	67%	71%	65%	65%	60%	64%	57%
网络广告收入	27.24	40.73	49.38	57.33	47.01	65.32	74.49	82.88	68.88	101.48	110.42	123.61	106.89	141.1
YoY					73%	60%	51%	45%	47%	55%	48%	49%	55%	39%
QoQ		50%	21%	16%	-18%	39%	14%	11%	-17%	47%	9%	12%	-14%	32%
占总收入比重	12%	17%	19%	19%	15%	18%	18%	19%	14%	18%	17%	19%	15%	19%
其他业务收入	10.49	9.28	11.09	16.4	23.3	34.79	49.64	63.85	75.56	96.54	120.44	140.84	159.62	174.96
YoY					122%	275%	348%	289%	224%	177%	143%	121%	111%	81%
QoQ		-12%	20%	48%	42%	49%	43%	29%	18%	28%	25%	17%	13%	10%
占总收入比重	5%	4%	4%	5%	7%	10%	12%	15%	15%	17%	18%	21%	22%	24%

资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表2：腾讯增值业务收入（亿元）（季度）

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
网络游戏	133.13	129.7	143.33	159.71	170.85	171.24	181.66	184.69	228.11	238.61	268.44	243.67	287.78	252.02
YoY					28%	32%	27%	16%	34%	39%	48%	32%	26%	6%
QoQ		-3%	11%	11%	7%	0%	6%	2%	24%	5%	13%	-9%	18%	-12%
占总收入比重	59%	55%	54%	52%	53%	48%	45%	42%	46%	42%	41%	37%	39%	34%
社交网络	53.13	54.58	62.14	70.97	78.79	85.56	98.09	107.22	122.97	129.43	152.8	155.8	180.99	168.67
YoY					48%	57%	58%	51%	56%	51%	56%	45%	47%	30%
QoQ		3%	14%	14%	11%	9%	15%	9%	15%	5%	18%	2%	16%	-7%
占总收入比重	24%	23%	23%	23%	25%	24%	24%	24%	25%	23%	23%	23%	25%	23%

资料来源：公司财报，方正证券研究所

受益于小程序及微信支付使用场景的拓展，Q2 微信和 WeChat 的合并 MAU 达 10.577 亿 (YoY+9.9%, QoQ+1.7%)。用户增长的同时参与度也有所提升，DAU 及人均消息发送量同比提升，小游戏等增加了用户的使用时长，整体的用户粘性增强。QQ 月活跃用户达 8.032 亿 (YoY-5.5%, QoQ-0.3%)，其中 QQ 智能终端 MAU 达 7.086 亿 (YoY+7.0%, QoQ+2.1%)，同环比增速较上季度均有所提升，主要受益于公司推出的吸引年轻用户的新娱乐类功能及内容。QQ 看点优化了短视频及小视频的推荐算法，推动日视频播放量环比增长超过 100%。QQ 空间 MAU 达 5.483 亿 (YoY-9.5%, QoQ-2.5%)，其中智能端 MAU 达 5.427 亿 (YoY-7.3%, QoQ-1.3%)，用户基本转向移动端，占比高达 99%。收费增值服务注册账户达 1.539 亿 (YoY+30.3%, QoQ+4.6%)，主要受视频订阅服务的强劲增长的推动，由于优质 IP 及原创内容的加持，视频付费用户达 7,400 万，同比增长 121%。

图表3: QQ月活用户及增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表4: 微信月活用户及增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

公司在 Q2 调整部分策略举措: 1) 整合小程序和其他数字工具, 扩大小程序的功能和用途, 持续赋能, 为更多的垂直领域的行业提供定制解决方案; 2) 加强产品和功能的创新, 以提升对用户的吸引力, 从而增强用户的参与度, 如在 QQ 看点 and QQ 手机浏览器中加载短视频及小视频的信息流, 提升用户粘性; 3) 重新调配资本至高优先级项目, 公司将根据自身主营业务的需求, 积极布局能够完善和促进业务的项目, 如近期投资游戏直播服务, 完善游戏产业链的布局; 加强智慧零售的投资促进支付及云服务业务的发展。为满足上述投资的资金需求, 公司将退出部分现有投资, 目前已出售饿了么及摩拜的部分相关权益。

2 行业正处逆风, 主力游戏未商业化, 新游发布推迟, 腾讯游戏业务收入承压, 核心优势不改, 游戏储备丰富, 待审批重启后有望反弹, 长期游戏生态布局完备

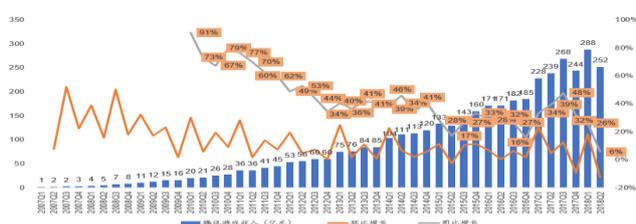
2.1 游戏收入环比下降, 用户端转手趋势未变, 手游继续拉动收入同比增长, 行业增速放缓, 腾讯市占率进一步提升

18Q2 腾讯网络游戏收入为 252 亿元人民币 (YoY+6%, QoQ-12%), 同比增长主要由手游收入增长推动, 游戏收入环比下降主要原因在于:

- 1) 游戏用户将使用时间转移到未商业化的战术竞技游戏 (《绝地求生: 刺激战场》、《绝地求生: 全军出击》);
- 2) 新游戏性质及发布的排期: 7 款新发布的游戏中有 5 款在 5 月中旬发布, 且并非 ARPU 较高的 MMORPG 和卡牌类型。
- 3) 政策收紧, 两款主力手游无法商业化: 由于组织结构重组, 监管层已暂时冻结游戏版号审批, 游戏仅能申请一个月商业化测试期。目前《刺激战场》和《全军出击》虽然在用户规模和使用时长方面表现良好, 但商业化申请仍处于审批阶段, 无法带来收入。腾讯目前已有超过 15 个游戏通过审批, 未来将陆续上线。

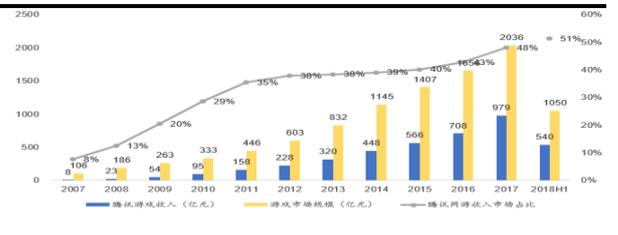
Q2 游戏收入占总营收比 34% (YoY-8pct, QoQ-5pct), 同环比下滑的主要原因在于游戏业务收入增速较低, 广告与其他业务收入占比均有所提高。18H1 中国游戏市场规模 1,050 亿元人民币 (YoY+5.2%), 增速明显放缓; 18H1 腾讯网络游戏收入 540 亿元人民币 (YoY+16%), 增速超过市场增速, 市占率提高至 51% (相较 2017+3pct), 腾讯+网易的市占率达 69% (相较 2017+3pct), 游戏市场集中程度进一步提高。

图表5: 腾讯网络游戏收入及同环比增幅



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表6: 腾讯游戏收入及市占率

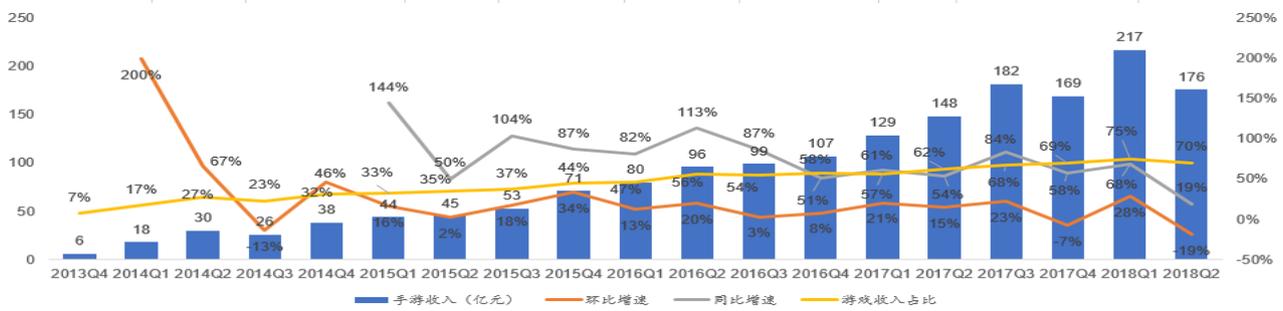


资料来源: GPC&CNG, 公司财报, 方正证券研究所

18Q2 腾讯手游收入（包括归属社交网络业务的手游收入）为 176 亿元人民币（YoY+19%，QoQ-19%），主要受因审批政策因素导致的两款“吃鸡”游戏未商业化及新游戏发布排期的影响；手游收入占总游戏收入 70%（YoY+8pct，QoQ-5pct），比重略有下滑；手游 ARPU 为 180-190 元人民币，与上季度持平，同比提高 40 元。

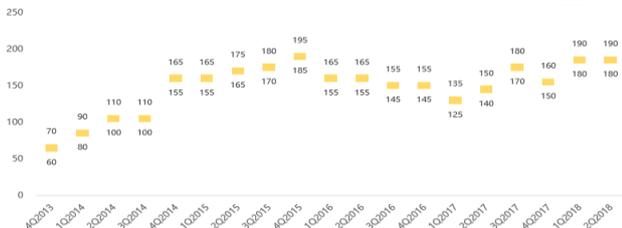
18H1 中国手游市场规模为 634 亿元，同比增长 13%，较 17 1H 增速 50% 有较大幅度下滑。18H1 手游收入为 393 亿元人民币（YoY+42%），新上线游戏《QQ 飞车手游》、《乱世王者》以及《奇迹 MU：觉醒》收入贡献显著；18H1 腾讯手游市占率相较 2017 年上升 8pct 至 62%，腾讯+网易市占率相较 2017 年上升 8pct 至 84%，市场集中度进一步提高，马太效应加剧。分季度来看，18Q1 腾讯手游市占率为 70%，18Q2 市占率为 54%，环比大幅下滑 16pct，头部游戏《王者荣耀》从 2 月过年期间峰值回落，《QQ 飞车手游》DAU 斩半，用户被分流至尚未开展变现的两款《PUBG》手游。

图表7： 腾讯手游收入、增速及游戏收入占比



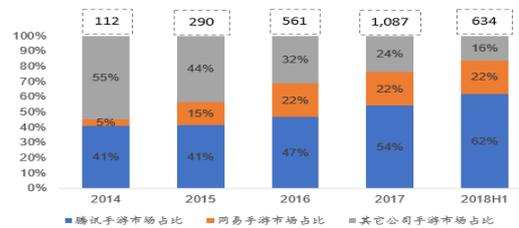
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表8： 腾讯手游 ARPU



资料来源：公司财报，方正证券研究所

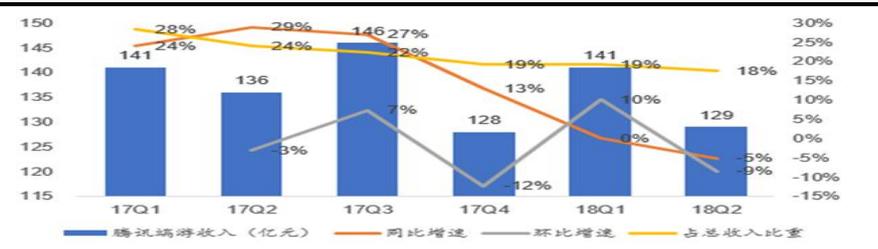
图表9： 腾讯、网易手游市占率



资料来源：GPC&CNG，公司财报，方正证券研究所

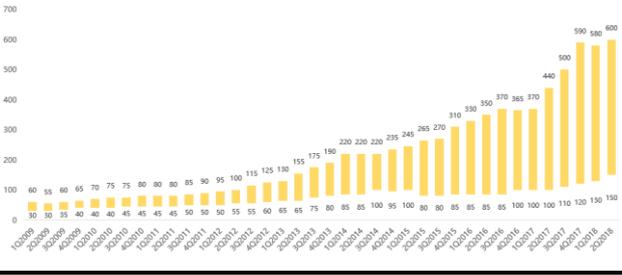
18Q2 腾讯端游收入 129 亿元（YoY-5%，QoQ-9%），同比下降是因为未推出表现强劲的产品以及用户时间持续向手游转移，环比下降是由季节性原因导致；端游占总收入比 18%（YoY-6pct，QoQ-1pct），同比下滑明显。18H1 中国端游市场规模为 316 亿元，同比下降 1.3%，整体收入主要靠老产品维持。18H1 腾讯端游收入为 270 亿元人民币（YoY-3%），市占率相较 2017 年提升 1pct 至 86%。

图表10： 腾讯端游收入、增速及占收入比重



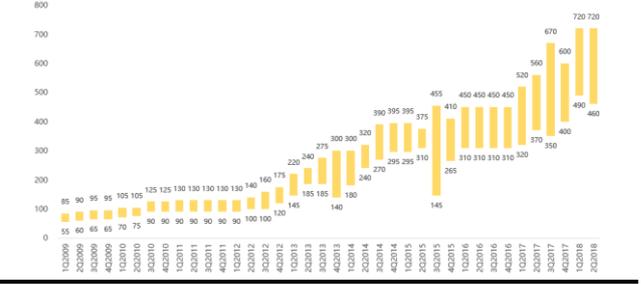
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表11: 腾讯 ACGs 高级休闲游戏 ARPU



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表12: 腾讯 MMOGs 大型多人在线游戏 ARPU



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

流动负债口径下的递延收入（主要来自当期未确认的游戏业务收入、向京东及其它公司提供的网络流量及其它支持业务收入）在 Q1 上升至 452 亿元后环比下降 10%至 408 亿元。其中 3-5%是由于季节性因素（Q2 和 Q4 为游戏收入淡季），约 1.5%由于业务合作协议的分期支付，4-5%来自于游戏和其他业务收入的影响，PC 游戏影响相对更大。手游一般的递延周期为 3-6 个月，端游为 6-9 个月，递延收入将在短期内的未来确认收入，作为收入的蓄水池可在短期内保障游戏收入稳定性。

图表13: 腾讯流动负债口径下的递延收入



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

2.2 游戏收入行业领先，海外手游表现亮眼，《怪物猎人》下架 WeGame 受挫

手游: 18Q2 腾讯手游在国内的 DAU 和用户使用时长方面的市占率都有增长，但未能体现于收入中，主要原因在于高人气游戏变现受阻及已变现手游用户下滑。虽然收入数据疲软，但腾讯仍是国内手游市场的领头羊，Q2 游戏工委 (GPC) 和伽马数据 (CNG) 发布的 2018 上半年移动游戏收入 TOP20 排行榜中，腾讯有 10 款手游入榜，其中《王者荣耀》占据榜首，收入表现依旧强势；17 年底推出的《QQ 飞车手游》和《乱世王者》分列第二、第五位，18Q1 上线的《奇迹 MU: 觉醒》和《QQ 炫舞》分列第六、第八位，4 款游戏收入表现亮眼，成为腾讯手游收入新的驱动力。

图表14: 2018 上半年中国手游收入 TOP20

排名	游戏名称	排名	游戏名称
1	王者荣耀	11	命运-冠位指定
2	QQ飞车	12	天龙八部手游
3	梦幻西游	13	魂斗罗:归来
4	楚留香	14	穿越火线:枪战王者
5	乱世王者	15	恋与制作人
6	奇迹:觉醒	16	新剑侠情缘
7	倩女幽魂	17	开心消消乐
8	QQ炫舞	18	荒野行动
9	大话西游	19	崩坏3
10	阴阳师	20	欢乐斗地主

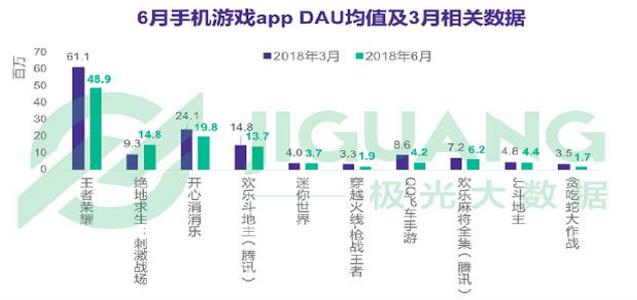
资料来源: GPC&CNG, 方正证券研究所

具体表现: 1)《王者荣耀》自 3 月以来一直位居 iOS 游戏畅销榜榜首，收入也稳居国内首位，但 6 月 DAU 相较 3 月减少 20%至 4,890 万，渗透率虽排行榜首但较 3 月降低 2pct 至 19.7%。目前，《王者荣耀》推出“吃鸡”

模式，同时计划推出英雄舞蹈动作，试图扭转 DAU 的下降态势；2)《QQ 飞车手游》虽然收入排行第二，但 6 月 DAU 相较 3 月降低 51% 至 420 万，渗透率降低 4pct 至 3.6%3)《奇迹 MU：觉醒》、《QQ 炫舞》、《天龙八部手游》、《魂斗罗：归来》、《剑侠情缘》和《穿越火线：枪战王者》均为由经典游戏 IP 改编的手游，具有忠实的玩家群体，在游戏口碑、用户粘性和付费率上相较非 IP 游戏具有一定优势，但由于季节性原因及用户向“吃鸡”手游转移，活跃用户数也存在不同程度的下滑；3)《绝地求生：刺激战场》和《绝地求生：全军出击》在用户规模方面表现良好，根据 QuestMobile 数据，两款手游不去重日活用户超 5000 万，仅次于《王者荣耀》；2018 年 6 月，《刺激战场》DAU 相较 3 月上升 59% 至 1,480 万，渗透率提升 5pct 至 12.3%，月独立设备数达 1.39 亿台 (QoQ+27.1%)，连续 4 个月排名射击类手游第一。但两款游戏目前未获得商业化批准，无法进行商业变现，未来有望成为强劲增长动力；4) 18Q2 上线的《FIFA 足球世界》、《拳皇命运》收入表现表现较好，在 5 月手游收入排行榜中分列第 11、14 位；5)《我叫 MT4》自 7 月下旬推出以来一直占据中国 iOS 畅销榜第二位，《圣斗士星矢》曾排名中国 iOS 畅销榜第四位。

图表 15: 6 月手游 app 渗透率排行及环比变化

图表 16: 6 月手游 app DAU 均值及 3 月相关数据

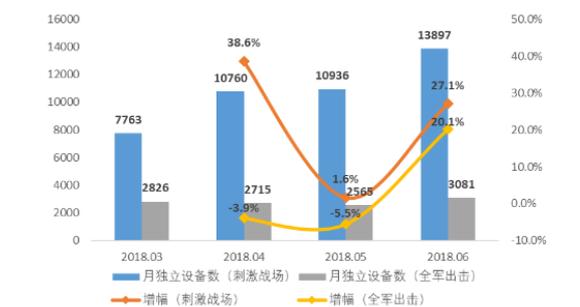


资料来源：极光大数据，方正证券研究所

资料来源：极光大数据，方正证券研究所

图表 17: 《王者荣耀》APP Store 排名趋势

图表 18: 腾讯两款吃鸡游戏月独立设备数



资料来源：七麦数据，方正证券研究所

资料来源：艾瑞数据，方正证券研究所

海外：《Arena of Valor》(《王者荣耀》海外版)、《PUBG Mobile》(《刺激战场》海外版) 在海外获得了可观的收入。《AOV》在全球 85 个国家和地区的 DAU 超 1300 万，18H1 通过英雄及皮肤售卖获得超 2 亿美元流水，平均每月流水超 3000 万美元。《PUBG Mobile》在全球 85 个国家和地区 (不包括日本、韩国和台湾) 的 DAU 超 1400 万，七月份开启商业化尝试后获得超 2000 万流水。腾讯大力拓展海外移动游戏市场，海外手游收入有望成为未来业绩重要的增长点。

端游：腾讯的老牌端游核心用户参与度保持稳定，在 SuperData 公布的 2018 年 6 月全球端游收入排行榜中，《英雄联盟》、《地下城与勇士》以及《穿越火线》分列第一、二、四位；国服处于待审阶段的《绝地求生》位列第三，8 月中旬即将开启国服公测的《堡垒之夜》位列第六。

具体表现：1)《地下城与勇士》在6月举办了10周年庆典活动，并在劳动节假期推出了新的游戏礼包，付费用户及ARPU获得同比增长；2)《英雄联盟》受中国战队在国际比赛夺冠影响，DAU获得环比增长；3)《堡垒之夜》将在8月中旬开启公测，预约用户已达1000万，用户反映良好，目前正在申请为期1个月付费测试；4)全球有4500万注册玩家的《火箭联盟》开启内测。

图表19：2018年6月全球端游收入排名

排名	游戏	排名	游戏
1	英雄联盟	6	堡垒之夜
2	地下城与勇士	7	魔兽世界
3	绝地求生	8	坦克世界
4	穿越火线	9	DOTA 2
5	梦幻西游2	10	CS:GO

资料来源：SuperData，方正证券研究所

WeGame：目前拥有263款游戏及游戏升级包，注册用户在2017年就已超2亿，DAU超3500万，是国内用户规模最大的游戏发行平台。8月13日，WeGame重磅引进的游戏《怪物猎人：世界》下架，原因在于开发商提供的最终版本中的部分内容不符合政策法规要求，目前腾讯正与开发商修改游戏内容，并与相关审批部门保持密切沟通，积极推进游戏再次上线。

2.3 游戏储备丰富，待审批重启或迎反弹，长期游戏生态布局完备，发展优势显著

腾讯依托自身强大的自研能力以及与游戏CP密切的战略合作，拥有充足的游戏项目储备。腾讯的游戏储备按发展阶段可分为三种类型：1)已积累高人气，具有高变现潜力的游戏、2)已获得审批的重点储备项目；3)目前未获审批的有较大潜力的游戏。

第一种以两款“吃鸡”手游及《堡垒之夜》为代表。两款“吃鸡”手游DAU增长迅猛。《堡垒之夜》也有望在国内延续国际市场热度，但均受制于政策无法变现。《堡垒之夜》国服即将公测，预约用户超1,000万，目前正在申请为期1个月付费测试。若游戏审批通道重新启动，两款“吃鸡”手游及《堡垒之夜》商业化后将带来可观的收入。

腾讯已储备多款已获审批的游戏项目，下半年预计将上线更多ARPU较高的MMORPG和卡牌游戏以刺激收入增长。最近上线的《自由幻想》、《电击文库：零境交错》、《圣斗士星矢》等游戏均在线上首日登顶iOS免费榜，多款游戏预约量达数百万。

未获审批的游戏中有多款游戏具有强大IP加持，如手游《地下城与勇士》、《一人之下》、《全职猎人》、《权力的游戏》、《秦时明月手游》，端游《万智牌：竞技场》等，热门游戏《绝地求生》也在排队等待审批，腾讯中长期游戏收入具有一定潜力。

此外，腾讯在功能性游戏、小游戏及细分游戏领域也进行了布局：1)腾讯在2018UP大会上宣布将上线《坎巴拉太空计划》等4款功能性游戏；2)小游戏依托微信平台也获得了不错的营收，小游戏《海盗来了》DAU达2000万，月流水超亿元；3)在细分游戏领域，腾讯推出体育游戏《FIFA Online 4》、《NBA2KOL2》，以及女性向换装手游《云裳羽衣》。腾讯力求全面满足用户需求，为后续变现奠定坚实基础。

图表20: 2018年计划推出手游及上线进程

游戏名称	游戏类型	自研/代理	研发公司	上线进程
魂斗罗	MMORPG	代理	腾讯游戏	封测
自由幻想	MMORPG	自研	腾讯光子工作室群	7月3日不删档测试, APP Store免费榜第一, 游戏畅销榜第三
侍魂: 胧月传说	3DARPG	代理	乐道互动	380万人预约
电竞文豪: 绝境突围	格斗卡牌	代理	91Act	8月8日不删档测试, 首日APP Store免费榜第一
传奇世界3D	MMORPG	代理	盛大游戏	5月29日不删档测试, 首日APP Store免费榜第一
轩辕剑外传: 穹苍之旅	MMORPG	自研	腾讯天美工作室群	120万人预约
火影忍者OL	MMORPG	自研	魔方工作室群	360万人预约
云裳羽衣	恋爱养成	代理	西山居	6月27日不删档测试, 首日APP Store免费榜第一
圣斗士星矢	3DIMMO	自研	腾讯天美工作室群	8月2日上线, 上线半天APP Store免费榜第一
完美世界	MMORPG	代理	完美世界	334万人预约
王牌捉妖师	AR	自研	腾讯光子工作室群	开盒预约
雪鹰领主	MMORPG	自研	腾讯北极光工作室群	6.6万人预约
一起来捉妖	AR	自研	腾讯互娱	745万人预约
云梦四时歌	3D RPG	代理	完美世界	3.9万人预约
红警OL手游	SLG	代理	有爱互动	387万人预约
猎人	ARPG	代理	蓝港	22万人预约
狐妖小红娘	RPG	自研	腾讯北极光工作室群	删档内测, 279万人预约
一人之下	ACT	自研	腾讯魔方工作室群	209万人预约

资料来源: 官方公告, 各游戏官网, 方正证券研究所

图表21: 2018年计划推出的端游、功能游戏及上线

客户端游戏			
游戏名称	游戏类型	研发公司	上线进程
堡垒之夜	FPS	Epic Games	8.17公测
手工星球	Sandbox	腾讯	Q3开启内测
万智牌: 竞技场	TCG	WIZARDS OF THE COAST	18年内
罗博建造	TPS	Freejam	5.9WeGame抢先体验
艾兰岛	Sandbox	Bohemia Interactive	6.13WeGame抢先体验
NBA2K Online2	SPG	与2K合作	7.23不删档
FIFA Online 4	SPG	EA SPEARHEAD	6.11不限号测试
功能游戏			
游戏名称	游戏类型	研发公司	上线进程
纸境奇缘	AVG	Fishing Cactus	已上线
坎巴拉太空计划	模拟	Squad	未上线
肿瘤医生	模拟	程度阿发贝特科技	已上线
尼山萨满	音乐	Freejam	已上线

资料来源: 腾讯UP2018, 方正证券研究所

图表22: 腾讯游戏储备

已积累较高人气		红警OL	手游	暗黑之书	手游
游戏名称	端游/手游	万王之王3D	手游	权力的游戏	手游
绝地求生: 全军出击	手游	云梦四时歌	手游	狐妖小红娘	手游
绝地求生: 刺激战场	手游	雪鹰领主手游	手游	秦时明月手游	手游
堡垒之夜	端游	火影忍者OL	手游	我的起源	手游
NBA2KOL2	端游	完美世界	手游	街霸OL	手游
FIFA Online 4	端游	侍魂: 胧月传说	手游	天涯明月刀手游	手游
已获审批		疯狂动物城-筑梦日记	手游	使命召唤手游	手游
游戏名称	端游/手游	光明勇士	手游	绝地求生	端游
地下城与勇士	手游	王牌对决	端游	生存王者	端游
极品飞车OL手机版	手游	百变球球	端游	手工星球	端游
剑网3: 指尖江湖	手游	火源计划	端游	艾兰岛	端游
剑侠情缘2	手游	未获审批		罗博建造	端游
妖精的尾巴: 魔导少年	手游	游戏名称	端游/手游	万智牌: 竞技场	端游
初音未来: 梦幻歌姬	手游	石器时代	手游	兽人必须死	端游
一起来捉妖	手游	天堂II革命	手游	火箭联盟	端游
王牌捉妖师	手游	一人之下	手游	虚幻争霸	端游
		全职猎人	手游	无限法则	端游

资料来源: 公司公告, 游戏工委, 方正证券研究所

长期来看, 腾讯游戏生态布局完备, 在游戏制作、推广发行渠道、游戏IP、游戏电竞化及游戏平台方面有巨大优势。在游戏制作方面, 腾讯拥有4大游戏工作室, 研发能力强大, 同时对全球游戏CP的战略布局使得腾讯能够代理更多优秀游戏产品; 在推广发行渠道方面, 腾讯拥有全国最大的社交平台, 在传统渠道上也优势明显, 对直播平台进行战略投资, 推广发行能力强大; 在游戏IP方面, 腾讯泛娱乐布局完整, 游戏、动漫、影视联动频繁, 端改手游数量众多且拥有忠实用户; 在电竞化方面, 《英雄联盟》、《王者荣耀》的电竞化赋予了腾讯丰富的电竞化经验, 在电竞化趋势愈发明显的游戏市场中, 腾讯更有实力孵化出电竞王牌作品; 电竞平台WeGame具有本地化、社交功能完善等相对优势, 未来将引入更多3A及独立游戏, 同时腾讯将加大游戏内容的审查力度, 确保游戏符合相关法规政策标准。

3 小程序连接线上线下, 游戏、电商、公众号变现能力加强, 生态布局逐步完善, 促进支付、广告、云服务进一步发展

2017年1月9日, 微信正式上线小程序功能, 小程序生态环境主要有以下几点变化: 第一, TOP100榜单中, 游戏取代工具成为小程序行业中第一大品类, 远远超出第二名网络购物类, 小程序为游戏开发者扩展了用户触达领域, 缩减开发时间, 并提供了更多的收入来源渠道; 第二, 线上方面, 依托于小程序的社交电商类已经逐步成为传统电商行业的标配, 小程序缩短了客户支付的时间, 为企业提供线上订单接收与产品推荐服务, 与微信公众号连接增强公众号变现能力; 第三, 小程序利用二维码将线下服务与线上平台连接起来, 连接线下商超、公共交通的能力进一步加强, 二维码扫描购买功能已经在各大商超普及, 零售商转移线上的步伐逐渐加快, 已经有90多个城市采用了乘车二维码等服务。

图表23: 2018年7月小程序指数TOP100行业领域分布对比



资料来源: 阿拉丁小程序统计平台, 方正证券研究所

图表24: 2018年7月小程序用户七日留存率行业分布



资料来源: 阿拉丁小程序统计平台, 方正证券研究所

图表25: 腾讯自有小程序分布图谱



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

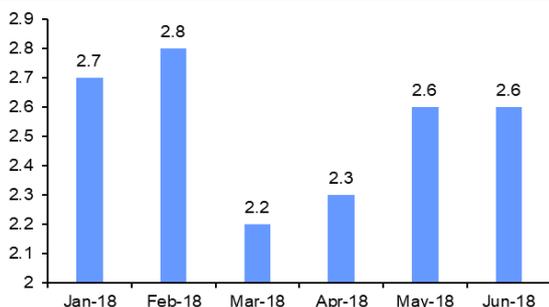
图表26: 腾讯&非腾讯小程序月活 TOP5



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

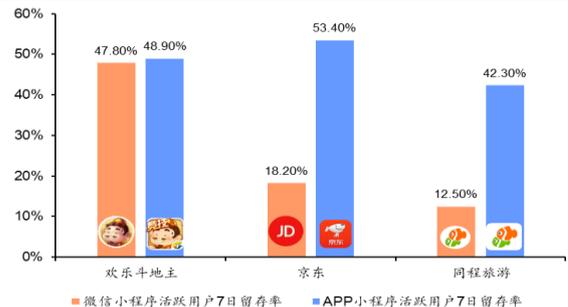
从数据上来看,阿拉丁发布的2018年上半年的小程序生态白皮书上显示,截止到2018年6月,小程序DAU达到2.6亿。春节期间小程序DAU达到最高值2.8亿,之后微信官方采取了一系列阻止恶意诱导分享的措施,DAU下降到2.2亿,之后重新稳定增长回2.6亿。从QuestMobile公布的数据来看,截止到6月,已经有近100万个小程序。

图表27: 小程序日均活跃用户量(亿)



资料来源: 阿拉丁小程序统计平台, 方正证券研究所

图表28: 典型微信小程序用户7日留存率



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

从变现方式上来看，2018年4月，微信官方公布了小游戏变现的两种主要方式：广告与安卓系统的虚拟道具。详细规则如下：与广告有关的收入，如果日流水低于等于10W，平台抽取50%分成，如果大于10W，平台会抽取70%分成；与虚拟道具有关的收入，如果月流水低于50W，平台方不抽取道具内购分成；大于等于50W，平台抽取40%分成。从电商类小程序来看，微信平台采取的主要变现方式有三种：每年的店铺建设或维护成本，每笔交易收取的0.6%支付费率以及每年300元的微信认证费用。其余小程序品类变现方式主要有内容付费佣金，以及按广告点击的广告流水与开发者进行分成的收入。

另外，通过将小程序与其他数字工具（例如微信支付）整合，扩大小程序的功能与用途，腾讯云可以为更广泛的垂直领域行业提供定制解决方案。在与原生应用程序互补的小程序平台上，微信建立了一个具规模的开发者生态系统、庞大的用户群及广泛应用场景，积累了大量的外部开发者与软件集成商，这对腾讯用户体验、企业关系、支付、广告及云服务发展有正向的促进作用。

4 自制和独播内容拉动视频会员数达新高7,400万，带动会员付费和媒体广告收入增长；腾讯音娱包揽音乐App前四，集齐三家版权分销权，准备赴美上市；微视持续功能创新，多应用附加短视频功能布局短视频赛道

18Q2 增值服务收入为 420.69 亿元 (YoY+14%，QoQ-10%)，其中社交网络收入为 168.67 亿元 (YoY+30%，QoQ-7%)。18Q2 增值服务占总营收 57.1%，环比减少 6.7pct。收费增值服务注册账户，18Q2 增长至 1.54 亿 (YoY+30%，QoQ+5%)。数字内容收入同比大幅增长及环比高个位数增长，主要受视频及音乐订购服务以及直播和网络文学产品的商业化驱动。

在线视频的变现渠道主要分为会员付费及广告收入，其中会员付费计入社交网络收入，广告收入计入媒体广告收入，且腾讯视频付费收入增速高于行业平均水平。根据猎豹大数据 18 上半年视频类 App 排行榜，腾讯视频 13.98% 的周活跃渗透率、52.8 次周人均打开次数和 38.1 分钟日人均使用时长，均超过爱奇艺位居第一。腾讯视频 18Q2 移动端 DAU 同比增长 53% (极光大数据显示 6 月 DAU 1.1 亿)，日均视频观看次数同比增长 53%，用户总使用时长同比增长 39%。Q2 付费会员数达 7,400 万 (YoY+121%，QoQ+18%)，超过 Q2 爱奇艺公布的 6,710 万 (YoY+75%)。Q2 付费会员数的增长受到年中会员“买一送一”促销折扣，以及《创造 101》等综艺节目及其投票机制的拉动，《创造 101》选手定制会员卡可为该选手额外点赞 121 次，增加选手晋级的可能。

图表29：《创造 101》定制会员卡及会员促销活动



资料来源：腾讯视频 App，方正证券研究所

腾讯视频坚持以头部精品内容、多内容品类覆盖细分受众和多平台联动带动付费会员收入的提升。腾讯视频背靠阅文集团和腾讯动漫的海量IP，自制剧集和动漫均有强大的粉丝基础，在版权采购方面也积累了多年经验，爆款识别精准。2018上半年Top20剧集中腾讯视频占有19部版权，独播剧《扶摇》(根据阅文集团开发的IP创作)获上半年独播电视剧收视率排名第一。上半年播放量Top10综艺中腾讯拥有6部版权，其中腾讯自制综艺《创造101》登上网综收视率首位。在动漫方面，腾讯视频依赖强大的IP和制作实力，推出了以《斗罗大陆》为代表的国漫，国语动画流量同比增长逾一倍，按视频播放量计领先全行业。版权和自制优质内容也带动了媒体广告收入的提升，Q2腾讯媒体广告收入47.3亿元(YoY+16%，QoQ+43%)，《扶摇》和《创造101》广告收入效果超预期，也为《创造101》第二季的广告招商开了好头。

2018年腾讯视频计划26部自制+41部版权电视剧，28档自制+12档版权综艺。下半年除了正在热播的剧集《沙海》、《青春警事》、《快把我哥带走》，动画《魔道祖师》，综艺《明日之子2》、《幸福三重奏》、《放开我北鼻3》等之外，还包括正午阳光合作的三部自制剧《都挺好》、《尉官正年轻》、《大江大河》，版权剧《知否知否应是绿肥红瘦》、《斗破苍穹》、《九州缥缈录》、《三生三世枕上书》等。

图表30: 2018.6 腾讯视频渗透率及DAU视频类第一



资料来源: 极光大数据, 方正证券研究所

图表31: 2018下半年腾讯视频电视剧+综艺片单

电视剧名	自制or版权	项目进度	电视剧名	自制or版权	项目进度	综艺名	自制or版权	类型	项目进度
无心法师3	自制	未上映	壮志高飞	版权	预告片	明日之子2	自制	偶像养成、选秀	播放中
大宋北斗司	自制	预告片	半生缘	版权	未上映	舞者24	自制	舞蹈偶像竞技真人秀	未上映
全职高手	自制	未上映	爱情进化论	版权	预告片	幸福三重奏	自制	明星夫妻真人秀	播放中
快把我哥带走	自制	播放中	知否知否应是绿肥红瘦	版权	预告片	放开我北鼻3	自制	儿童真人秀	播放中
学警旋风	自制	未上映	扶摇	版权	播放中	我们的侣行2	自制	纪实真人秀	播放中
毕业了,我们一无所有	自制	未上映	将夜	版权	预告片	好奇的盒子	自制	科学实验真人秀	未上映
暗恋橘生淮南	自制	预告片	斗破苍穹	版权	未上映	网络版二胎时代	自制	家庭真人秀	未上映
沙海	自制	播放中	三国机密	版权	未上映	不可思议的妈妈2	自制	育儿真人秀	播放中
鬼吹灯之怒晴湘西	自制	预告片	九州缥缈录	版权	未上映	就近变新家2	自制	家庭设计真人秀	播放中
使徒行者3	自制	未上映	魔道祖师之陈情令	版权	未上映	时光群岛2	自制	旅行真人秀	未上映
风声	自制	预告片	锦绣长歌	版权	未上映	发型也疯狂	自制	发型竞技真人秀	未上映
古董局中局	自制	预告片	凡人修仙传	版权	未上映	哎哟辣么美3	自制	女性时尚美体	未上映
天下无诈	自制	未上映	倚天屠龙记	版权	未上映	开心相对论2	自制	喜剧脱口秀	未上映
盗墓笔记之云顶天宫	自制	未上映	三生三世枕上书	版权	未上映	脑力男人时代2	自制	脑力脱口秀	未上映
青春警事	自制	播放中	双世宠妃2	版权	未上映	脱口秀大会2	自制	对战脱口秀	未上映
谍网	自制	未上映	盛唐幻夜	版权	未上映	替你一顿饭2	自制	美食直播脱口秀	未上映
冷案	自制	未上映	独皇皇后	版权	未上映	一生之书	自制	文化综艺	未上映
都挺好	自制	预告片	宫心计2	版权	播放中	见字如面3	自制	文化综艺	未上映
尉官正年轻	自制	预告片	香蜜沉沉烬如霜	版权	预告片	我爱二次元2	自制	二次元COS	未上映
大江大河	自制	预告片	青云志3	版权	预告片	小七和小七们	自制	纯动物综艺秀	未上映
一千零一夜	版权	播放中	你和我的倾城时光	版权	预告片	朝阳里N3	自制	全真综艺剧	未上映
爱情的开关	版权	未上映	悲伤逆流成河	版权	预告片	奇遇	自制	旅程探索真人秀	未上映
归还世界给你	版权	预告片	瞄准	版权	未上映	极品一家人	自制	其他	未上映
夜空中最闪亮的星	版权	预告片	法医秦明之幸存者	版权	预告片	中餐厅2	版权	经营体验真人秀	播放中
极速青春	版权	未上映	铁探	版权	未上映	真正男子汉3	版权	国防教育真人秀	未上映
橙红年代	版权	预告片	弹痕	版权	未上映	我们相爱吧4	版权	明星恋爱真人秀	未上映

资料来源: 百家号, 搜狐娱乐, 方正证券研究所

根据《2018全球音乐报告》,全球流媒体音乐付费订阅用户数达1.76亿,2017年中国已成为全球第十大音乐市场。腾讯音乐娱乐集团手握华纳音

乐、索尼音乐、环球音乐三家巨头版权分销权，拥有中国数字音乐 90% 的版权，以数字音乐平台为核心，通过在线 K 歌、音乐直播等音乐社区服务增加社交和泛娱乐属性，打通音乐泛娱乐产业链。猎豹大数据 18 上半年音乐类 App 排行榜显示，腾讯系三大音乐平台和全民 K 歌在周活跃渗透率及周人均打开次数包揽前四名，网易云音乐以 2.14% 的周活渗透率位列第五。在变现渠道方面，腾讯音娱在广告投放和流媒体付费服务之外，还拓展出了数字专辑购买、音乐榜单打榜和直播增值服务等多种多样化形式。腾讯音娱还积极布局海外市场，18 年 1 月与索尼音乐联合成立亚洲第一电音厂牌 Liquid State，5 月 1.15 亿美元领投印度最大音乐流媒体服务之一 GAANA。2018 年 7 月，腾讯发出公告将拆分在线音乐娱乐业务并赴美上市，港交所已确认腾讯音乐分拆上市建议。

泛娱乐直播方面，腾讯 NOW 直播推出全新品牌定位“这是我的时刻”，签约《创造 101》舞蹈导师王一博作为首位品牌代言人，吸引年轻用户。18Q2 短视频行业快速增长，根据 Quest Mobile 数据，6 月短视频用户使用时长占比从年初的 2.0% 增长到 8.8%，成为仅次于即时通讯与在线视频移动互联网用户时长占比第三的应用品类。腾讯推出的微视小视频分享应用也推出创新功能：4 月发布推出视频跟拍、歌词字幕、一键美型三大首创功能，并打通 QQ 音乐曲库。产品运营上借力明星流量，明星应援榜功能促进名人与粉丝互动，目前明星榜已有 62 位明星入驻，包括火箭少女 101 成员、TF 家族练习生、X 玖少年团、黄子韬、白敬亭、陈立农、毛不易等。腾讯也在手机 QQ、QQ 浏览器、腾讯视频、腾讯新闻等多个应用中植入短视频功能，其日视频播放量均获得强劲增长。根据猎豹大数据 18 上半年短视频类 App 排行榜，微视以 0.36% 的周活渗透率排名第 8，但用户粘性和使用时长方面尚未取得优势，人均打开次数和在线时长均较少。

图表32： 18 上半年在线音乐类 APP 排名

排名	应用名	周活渗透率	周人均打开次数
1	酷狗音乐	11.8688%	35.0
2	QQ音乐	7.3887%	37.1
3	全民K歌	7.2066%	136.0
4	酷我音乐播放器	2.1956%	30.0
5	网易云音乐	2.1354%	81.6
6	虾米音乐	0.2124%	58.6
7	唱吧	0.1758%	138.0
8	多米音乐	0.1719%	8.3
9	咪咕音乐	0.1113%	30.9
10	百度音乐播放器	0.0673%	18.7

资料来源：猎豹大数据，方正证券研究所

图表33： 18 上半年短视频 APP 排名

排名	应用名	周活渗透率	周人均打开次数	日人均在线时长 (单位：分钟)
1	西瓜视频	15.6164%	94.2	49.7
2	抖音短视频	14.5972%	107.2	47.1
3	快手	12.9445%	314.4	31.8
4	火山小视频	12.0923%	138.1	40.9
5	波波视频	6.6947%	127.0	66.9
6	好看视频	2.9624%	23.0	22.8
7	快视频	2.6183%	86.7	46.2
8	微视	0.3570%	16.8	11.2
9	快视频 (小米)	0.2914%	12.8	13.8
10	融石	0.2801%	244.3	34.0

资料来源：猎豹大数据，方正证券研究所

图表34： 微视部分功能展示



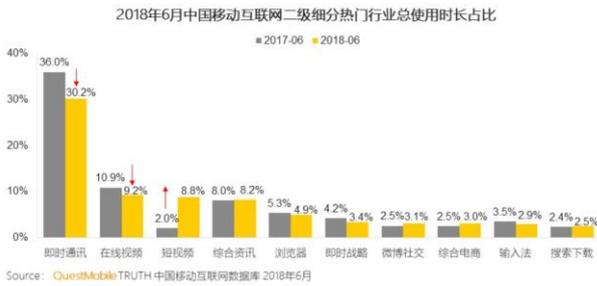
资料来源：微视 App，方正证券研究所

5 网络广告收入持续增长，营收贡献占比提升，优质 IP 和原创内容助力媒体广告增长，微信朋友圈广告加载率提升、小程序广告资源的开发等释放社交广告的变现能力

公司按照广告属性将网络广告分为媒体广告和社交及其他广告。18Q2 网络广告业务收入达 141.10 亿元 (YoY+39%, QoQ+32%)，占营收比 19% (YoY+1pct, QoQ+5pct)。媒体广告收入达 47.3 亿元 (YoY+16%, QoQ+43%)，占总营收比 6% (YoY-1pct, QoQ+2pct)；社交及其他广告 93.8 亿元 (YoY+55%, QoQ+27%)，占总营收比 13% (YoY+2pct, QoQ+3pct)。网络广告业务占收入比重环比提升 5pct，主要得益于广告的季节性因素和社交及其他广告的强劲增长。

(1) 媒体广告收入主要包含视频广告和新闻广告。优质 IP 及原创内容的加持推动腾讯视频付费用户达 7,400 万，同比增长 121%。Q2 根据阅文开发的 IP 创作的独播剧《扶摇》获上半年电视剧收视率第一，自制综艺《创造 101》获网络综艺节目收视率第一。视频的优质 IP 和原创内容在帮助用户规模和参与度提升的同时也推动了广告收入的增长。受益于《创造 101》和《扶摇》等热门节目的赞助广告收入增长推动了视频广告收入的同比提升。《扶摇》招商总收入创腾讯视频单剧招商金额新高。《创造 101》重新定义品牌广告植入，充分将广告与节目内容相融合。小红书、OPPO R15 等赞助商根据节目内容，结合选手特质打造定制广告，深度与节目内容相融合。与内容相融合的定制广告减少了植入广告本身的疏离感，能够帮助拉近广告主与受众的距离，从而更好地帮助广告主提升广告投放的效率。随着与节目内容融合的品牌广告植入案例的积累，公司将更有效地帮助广告主提升其 ROI，从而促进自身视频广告收入的增长。18 年下半年预计在优质 IP 和原创内容的加持下视频广告收入将继续发力。受季节性因素影响，18Q2 视频广告和新闻广告环比均有所提升。而由于新闻广告在 17Q3 开始减少商业化，其收入同比单位百分数下降。2018 年短视频赛道强势崛起，根据 QM 数据显示，短视频类用户使用时长同比提升 6.8pct，新闻资讯类基本与去年同期持平。根据猎豹大数据显示 2018 年上半年新闻类 APP 排名中腾讯新闻仍维持第 2，而天天快报由去年同期的第 3 下跌至第 5。腾讯系新闻资讯类受头条系的挤压市场排名同比有所下滑，两因素叠加对新闻广告收入产生影响。但受益于新闻信息流广告库存在广告系统调整之后增加，新闻广告收入环比有所提升。

图表35: 18年6月互联网细分行业使用时长占比



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

图表36: 2018年上半年新闻类APP排名

排名	应用名	周活渗透率	周人均打开次数
1	头条	16.5538%	153.9
2	腾讯新闻	11.5863%	153.2
3	头条	10.4023%	154.7
4	趣头条	3.9008%	133.6
5	天天快报	3.7591%	176.4
6	新浪新闻	1.7155%	26.7
7	搜狐新闻	1531122131122429.jpg	21.2
8	凤凰新闻	0.9792%	46.1
9	一点资讯	0.9614%	79.3
10	网易新闻(官方)	0.8468%	36.3

资料来源: 猎豹大数据, 方正证券研究所

(2) 社交及其他广告收入。得益于微信朋友圈的广告资源增多, 小程序开放新的广告资源、移动广告联盟的广告展示量及 eCPM 提升, QQ 看点新闻信息流的流量增长及商业化提升, Q2 社交及其他广告收入同环比均有所提升。3 月底微信朋友圈提升广告加载率, 将广告展示量由每天一条增加至最多两条。另外小程序开放新的广告资源, 5 月小游戏激励式视频广告全面开放, 目前小游戏平台广告日流水过千万, eCPM (每千次展示可以获得的广告收入) 过 80 元。目前社交及信息流产品的广告加载率仍低于业内平均水平, 小程序广告业务仍处于早期阶段, 未来凭借腾讯社交充裕的流量及不断完善的小程序生态体系, 社交及其他广告将成为公司营收增长的重要引擎。

6 其他业务: 备付金缴存比例上升, 将对支付业务收入及毛利产生不利影响; 持续布局智慧零售, 助力支付场景拓展; 云服务收入同比翻倍

2018 年 Q2, 公司其他业务收入为 175 亿人民币, 同比增长 81%, 环比增长 10%, 主要得益于支付相关金融服务与云服务的贡献。公司支付业务 6 月末活跃账户超过 8 亿, 日均成交量同比上升 40%。公司线下商业支付笔数同比增长 280%, 得益于智慧零售与高频小额支付使用场景解决方案, 公司将加大在金融、智慧零售及市政等关键领域的渗透力度。

支付方面, 6 月 29 日, 央行印发《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》, 宣布自 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, 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存, 目前交存比例为 52%。受央行正逐步提升存款准备金率的影响, 支付服务提供商原先可获取利息收入的隔夜现金结余减少, 今年下半年支付服务收入将有所减少, 同时金融业务毛利率也将面临一定下滑压力。

云服务方面, 公司云服务收入同比翻倍, 除了先进的数据分析及 AI 技术可以更好地满足特定行业需求外, 腾讯还投资了并与多家资讯系统解决方案供应商建立战略合作伙伴关系。海外扩展方面, 腾讯云目前在全球运营 45 个可用区, 数量相比于一年前增长 32.4%。

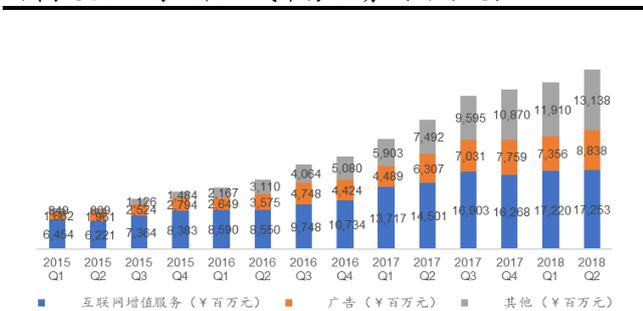
7 其他财务指标

7.1 成本结构

2018 年上半年公司收入成本达 757.15 亿元, 同比增长 44%。18Q2 公司收入成本为 392.29 亿元 (YoY+39%, QoQ+8%), 增长主要源自支付相关服务成本、渠道成本以及内容成本的增加。增值服务收入成本 172.53 亿元 (YoY+19%, QoQ+0%), 同比增长主要是由于收入结构的转变、数字内容 (包括视频流和媒体订购及直播) 的内容成本的增加及智能手机游戏

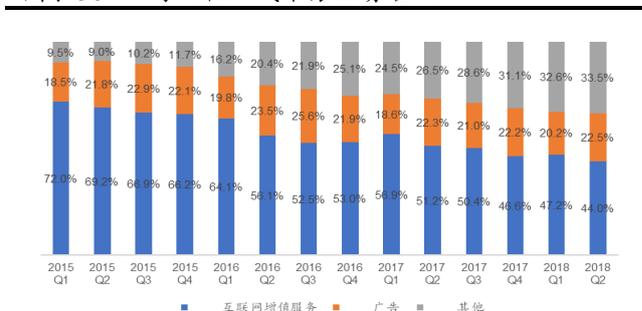
渠道成本的增加，环比与上季度基本持平，主要是游戏的成本减少抵消了部分订阅视频及音乐内容成本的增长。网络广告收入成本 88.38 亿元 (YoY+40%，QoQ+20%)，增长主要是由于流量获取成本、内容成本、带宽及服务器托管费增加。其他业务收入成本 131.38 亿元 (YoY+75%，QoQ+10%)，增长主要由于支付相关服务及云服务规模扩大。

图表37： 腾讯收入成本分业务（百万元）



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表38： 腾讯收入成本分业务占比

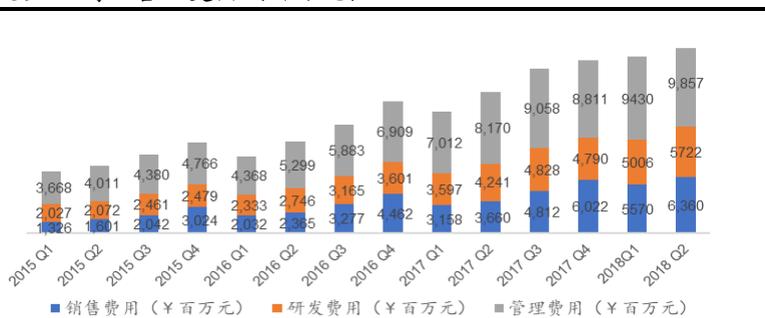


资料来源：公司财报，方正证券研究所

18Q2 营销费用 63.60 亿元，同比增长 74%，主要是由于网络游戏、网络媒体、支付相关服务等产品及平台的推广开支增加；环比增长 14%，主要是 Q2 的广告及推广活动较 Q1 季节性增加。营销费用占收入比例同比提升至 9%。

公司一般及行政支出 98.57 亿元（包含研发费用）(YoY+21%，QoQ+5%)，增长主要受研发开支及雇员成本的增加所推动；一般及行政支出占收入比同比下滑至 13%。其中研发费用 57.22 亿元 (YoY+35%，QoQ+14%)，除去研发费用后的一般行政支出费用 41.35 亿元 (YoY+5%，QoQ-7%)。

图表39： 腾讯营业支出（百万元）



资料来源：公司财报，方正证券研究所

7.2 利润率及其他财务指标

2018 年上半年毛利 714.88 亿元，同比增长 33%。18Q2 毛利 344.46 亿元 (YoY+22%，QoQ-7%)，毛利率 46.8% (YoY-3.3pct，QoQ-3.6pct)，公司整体毛利率的下降主要是因为总营收占比最高的增值服务收入结构的改变带动此项业务毛利率下滑。分业务来看，增值服务毛利率虽同环比均有所下滑但仍保持各项业务板块最高，达 59.0% (YoY-1.6pct，QoQ-4.3pct)，毛利率下滑的主要原因是收入结构由游戏向视频流媒体订阅及直播等数字内容服务转移；其次是网络广告业务，毛利率达 37.4% (YoY-0.5pct，QoQ+6.2pct)，环比的增长主要是受广告的季节性因素影响；其他业务毛利率达 24.9% (YoY+2.5pct，QoQ-0.5pct)，同比增长主要是小额贷款业务增长、备付金的利息收入及收取信用卡还款手续费的带动。央行正在逐步提高第三方支付服务提供商集中上交存款准备金的比例，4 月该比例提升至 42%，7 月将再次提升至 52%，到 2019 年 1 月将实现 100%集中交存。该项政策将对公司支付服务收入及毛利率产生不利影响。

2018 上半年营业利润 524.99 亿元，同比增长 25%；归母净利润 411.57

亿元, 同比增长 26%。18Q2 公司营业利润达 218.07 亿元 (YoY-3%, QoQ-29%), 营业利润率为 29.6% (YoY-10.3pct, QoQ-12.1pct)。净利润为 185.80 亿元 (YoY+2%, QoQ-22%), 净利率为 25.2%。18Q2 归母净利润为 178.67 亿元 (YoY-2%, QoQ-23%), 同比小幅下降主要是由于其他收益净额较去年同期有所减少, 净利率为 24.3% (YoY-8.0pct, QoQ-7.4pct)。

Non GAAP: 18Q2 营业利润为 222.58 亿元 (YoY+11%, QoQ-12%), 营业利润率为 30.2% (YoY-5.2pct, QoQ-4.2pct), 营业利润率的下滑主要是由于毛利率的下滑且营销费用的增加; 归母净利润为 197.16 亿元 (YoY+20%, QoQ+8%), 净利率为 26.8% (YoY-2.2pct, QoQ+1.9pct)。

图 40: 腾讯分业务收入占比 (季度)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
社交网络	24%	23%	23%	23%	25%	24%	24%	24%	25%	23%	24%	23%	25%	23%
网络游戏	59%	56%	54%	53%	53%	48%	45%	42%	46%	42%	41%	37%	39%	34%
网络广告	12%	17%	19%	19%	15%	18%	19%	19%	14%	18%	17%	19%	14%	19%
其他	5%	4%	4%	5%	7%	10%	12%	15%	15%	17%	18%	21%	22%	24%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图 41: 腾讯毛利率 (季度)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
增值服务	65.3%	66.2%	64.2%	63.7%	65.6%	66.7%	65.2%	63.2%	60.9%	60.6%	59.9%	59.3%	63.3%	59.0%
网络广告	39.0%	51.9%	48.9%	51.3%	43.7%	45.3%	36.3%	46.6%	34.8%	37.8%	36.3%	37.2%	31.2%	37.4%
其他	19.1%	12.8%	-1.5%	9.5%	7.0%	10.6%	18.1%	20.4%	21.9%	22.4%	20.3%	22.8%	25.4%	24.9%
整体	60.0%	61.6%	58.6%	58.4%	58.1%	57.3%	54.0%	53.9%	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.4%	46.8%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图 42: 腾讯各项利润率 (季度)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
毛利率	60.0%	61.6%	58.6%	58.4%	58.1%	57.3%	54.0%	53.9%	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.4%	46.8%
经营利润率	41.8%	42.8%	38.8%	35.8%	41.9%	40.1%	35.8%	31.8%	38.9%	39.9%	34.9%	38.7%	41.7%	29.6%
净利率	30.7%	31.2%	28.0%	23.5%	28.7%	30.1%	26.4%	24.0%	29.2%	32.2%	27.6%	31.3%	31.7%	24.3%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图 43: 腾讯经调整利润 (百万元) 及增速 (季度)

Non-GAAP	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业利润	9399	10316	10516	11533	13484	14687	15037	14946	18520	20036	21614	21853	25272	22258
YoY					43%	42%	43%	30%	37%	36%	44%	46%	36%	11%
QoQ		10%	2%	10%	17%	9%	2%	-1%	24%	8%	8%	1%	16%	-12%
归母净利润	6883	7314	7584	8953	10032	11319	11737	12332	14211	16391	17070	17454	18313	19716
YoY					46%	55%	55%	38%	42%	45%	45%	42%	29%	20%
QoQ		6%	4%	18%	12%	13%	4%	5%	15%	15%	4%	2%	5%	8%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图 44: 腾讯各项利润 (百万元) 及增速 (季度)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
毛利润	13434	14438	15580	17780	18589	20456	21828	23626	25443	28306	31681	31495	37042	34446
YoY					38%	42%	40%	33%	37%	38%	45%	33%	46%	22%
QoQ		7%	8%	14%	5%	10%	7%	8%	8%	11%	12%	-1%	18%	-7%
营业利润	9372	10036	10331	10888	13398	14329	14460	13930	19272	22560	22746	25724	30692	21807
YoY					43%	43%	40%	28%	44%	57%	57%	85%	59%	-3%
QoQ		7%	3%	5%	23%	7%	1%	-4%	38%	17%	1%	13%	19%	-29%
归母净利润	6883	7314	7445	7164	9183	10737	10646	10529	14476	18231	18006	20797	23290	17867
YoY					33%	47%	43%	47%	58%	70%	69%	98%	61%	-2%
QoQ		6%	2%	-4%	28%	17%	-1%	-1%	37%	26%	-1%	16%	12%	-23%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

18Q2 其他收益净额 25.06 亿元 (YoY-51%, QoQ-67%), 同比下降主要是投资的视同处置收益净额减少及若干投资的减值拨备增加。除去其他净额的影响, 18Q2 营业利润为 193.01 亿元 (YoY+11%, QoQ-16%), 营业利润率 26.2%, 较考虑其他收益净额情况下同比下滑 3.4pct。净利润为 164.81 亿元 (YoY+17%, QoQ-8%), 净利率为 22.4%, 较考虑其他收益下下滑 2.8pct。2018 上半年腾讯与联营公司投资增加 320 亿元, 其中 Q1 增加 211 亿元,

Q2 增加 109 亿元，随着公司重新调配资本至高优先级项目，投资将更加集中于加强和完善自身主营业务的标的，预计其他收益仍将对公司利润造成一定的影响。

自由现金流：18Q2 公司自由现金流为 153.74 亿元，同比下降 12%，环比增长 18%。18Q2 公司资本支出 70.85 亿元，同比增长 135%，环比增长 12%，其中经营性资本支出 65.90 亿元，同比增长 183%，环比增长 70%，增长主要是为支持业务发展而增加服务器的储备。

8 彭博一致预期

据彭博一致预期，公司 FY18-20 调整后 EPS 为 ¥8.93/11.74/14.97，对应 PE 为 32.1/24.4/19.1X。公司由互联网增值服务（网络游戏与社交网络）、广告以及其他业务（含支付相关服务与云服务）三大板块共促收入稳定发展，业务结构更趋均衡，本季虽业绩增长疲弱，但公司互联网流量优势不变，预计审批恢复后游戏增长反弹可期，将为业绩提供稳定支撑，小程序和广告业务未来变现潜力巨大，长期看好公司发展趋势。

图表45： 彭博一致预期

财务指标	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
调整后EPS	2.25	2.34	2.64	6.92	8.93	11.74	14.97	22.14
P/E (当前股价325.8HKD)				41.4	32.1	24.4	19.1	12.9
营业收入 (¥百万)	87,610	93,864	97,939	237,760	336,063	449,868	569,500	710,287
毛利率	46.5%	46.4%	46.8%	49.2%	47.8%	47.3%	46.8%	46.9%
调整后净利润 (¥百万)	21,714	22,377	25,377	65,126	83,779	110,801	141,069	188,109

资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

注：此处股价按照 8/16 日收盘价 325.8HKD 计算，汇率按照 8 月 16 日即期汇率港币兑人民币：0.87874 计算

9 风险提示

活跃用户增速放缓风险、游戏内容监管风险、新游审批长期冻结风险、生存射击游戏商业化不及预期风险、稳定优质内容生产风险、互联网信息发布政策变更风险、视频内容监管风险、内容成本快速增加风险、渠道成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、互联网估值调整风险、汇率风险等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、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