

腾讯控股 (00700.HK)

腾讯的优与忧：ToC 护城河稳固，ToB 布局仍需观察

市场对腾讯流量生态担忧过度，腾讯 C 端流量霸主地位难以撼动。移动互联网用户红利消失，时长和注意力成为巨头竞争新战场。头条系依靠短视频快速崛起挤占腾讯时长，但难以构成实质威胁：1) 腾讯系时长领先优势明显，高基数下绝对值仍在增长；2) 核心社交时长总量 9 月同增 20%，微信依托 10 亿用户为下沉增量赋能；3) 腾讯已卡位各主要泛娱乐内容赛道，注意力壁垒深厚；4) 社交关系链是腾讯流量生态根基，亦是头条系短板。

游戏业务受版号影响短期承压，丰富爆款储备已蓄势待发。版号暂停影响下游戏行业 18 年以来增速显著放缓，但后红利时代依靠付费指标提升，预计行业未来 3 年复合增速仍在 17% 以上。腾讯市占率过半但优势还在扩大：Q3 4 款新品进入 iOS 前 10，有望带动业绩季度回暖；有版号未上线的手游储备高达 15 款，为度过行业寒冬保驾护航；《堡垒之夜》《刺激战场》《剑网 3》等 IP 大作蓄势待发，为后续增长注入持续动力。

付费内容+社交广告变现提速，成为腾讯中期增长动力。1) 受益于付费率和 ARPPU 的提升，腾讯音乐、视频、文学等数字内容业务快速扩张，并在各赛道处于龙头地位。2) 微信朋友圈为代表的社交广告将成为腾讯中期增长重要驱动力，但朋友圈难以对标 Facebook，较低的加载率天花板决定了其长期空间有限。

调整架构拥抱产业互联网化，B 端转型起步，前景仍需观察。腾讯近期进行第三次架构调整，从 C 端向 B 端转型。1) 腾讯已完成金融全牌照布局，依托微信入口，支付业务成为重要利润来源。2) 腾讯云市占率低但增速快，短期超越阿里云较难，但依托消费互联网生态，细分领域仍有突破口。

给予“买入”评级。预计腾讯控股 18-20 年总收入为 3098/3872/4622 亿，同比增长 30.3%/25.0%/19.4%；非通用会计准则下 (Non-GAAP) 净利润为 743/895/1074 亿，对应摊薄后 Non-GAAP EPS 为 7.80/9.38/11.23 元，同比增长 13.8%/20.3%/19.7%。PE/G 估值下腾讯目标价为 313 港元，SOTP 估值下腾讯目标价为 320 港元。

风险提示：游戏行业政策监管变化，游戏流水下滑或新游戏不及预期，微信用户流失/时长下滑，广告业务货币化不及预期，组织架构调整不及预期，云计算业务发展不及预期。

财务指标 (GAAP)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	151,938	237,760	309,760	387,248	462,184
增长率 yoy%	47.7	56.5	30.3	25.0	19.4
净利润 (百万元)	41,095	71,510	75,119	80,086	96,308
增长率 yoy%	42.7	74.0	5.0	6.6	20.3
EPS (摊薄/元)	4.34	7.53	7.89	8.39	10.07
净资产收益率 (%)	22.3	26.2	22.0	19.0	18.6
P/E (倍)	62.0	35.7	34.1	32.0	26.7
P/B (倍)	14.6	10.0	7.7	6.2	5.1

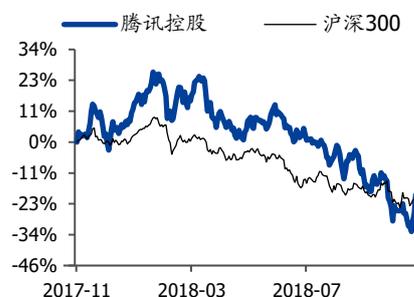
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	
最新收盘价(港元)	303.60
总市值(百万元)	510,242.69
总股本(百万元)	1,680.64
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 林起贤

执业证书编号：S0680518040001

邮箱：linqixian@gszq.com

联系人 袁伟嘉

邮箱：yuanweijia@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	149154	178446	234554	292779	360227
现金	122972	144027	198222	251154	314124
应收账款	7859	11780	12775	14554	16622
其他应收款	2293	4769	4771	4846	4712
预付账款	7364	10996	11966	15392	15452
存货	263	295	327	363	339
其他流动资产	8403	6579	6493	6470	8979
非流动资产	246745	376226	443289	512158	586810
长期投资	95193	155353	194203	238644	291910
固定投资	13900	23597	28823	34075	39154
无形资产	36467	40266	50862	56357	62517
其他非流动资产	101185	157010	169401	183082	193229
资产总计	395899	554672	677843	804937	947037
流动负债	101197	151740	175359	198984	221178
短期借款	12139	15600	18252	20077	21282
应付账款	27413	50085	55774	75081	78778
其他流动负债	61645	86055	101333	103826	121118
非流动负债	108455	125839	147397	167432	187007
长期借款	57549	82094	101498	119214	135158
其他非流动负债	50906	43745	45900	48218	51848
负债合计	209652	277579	322756	366416	408185
少数股东权益	11623	21019	23875	27203	31206
股本	0	0	0	0	0
资本公积	14188	18234	18234	18234	18234
留存收益	160436	237840	315814	399229	499539
归属母公司股东收益	174624	256074	331212	411317	507646
负债和股东权益	395899	554672	677843	804937	947037

现金流量表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	65518	106140	105224	130453	166207
净利润	41447	72471	77974	83415	100311
折旧摊销	12741	23611	27798	42022	62054
财务费用	-664	-1032	-1433	-1231	-1504
投资损失	2522	-821	-2754	-1126	-1288
营运资金变动	9468	18719	12624	13286	13128
其他经营现金流	4	-6808	-8985	-5914	-6493
投资活动现金流	-70923	-96392	-82208	-102667	-126919
资本支出	23865	19146	16439	11313	10565
长期投资	-10944	-39879	-38850	-44441	-53266
其他投资现金流	-58002	-117125	-104619	-135795	-169620
筹资活动现金流	31443	26598	31179	25147	23681
短期借款	1424	3461	2652	1825	1205
长期借款	44627	24545	19404	17716	15944
普通股增加	16	21	19	19	21
资本公积增加	3838	4046	0	0	0
其他筹资现金流	-18462	-5475	9104	5586	6511
现金净增加额	26038	36346	54195	52932	62969

利润表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	151938	237760	309760	387248	462184
营业成本	67439	120835	165139	211330	254637
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	12136	17652	23956	29059	32948
管理费用	22459	33051	40507	49647	58330
财务费用	-664	-1032	-1433	-1231	-1504
资产减值损失	4809	2794	3073	4456	5793
公允价值变动收益	658	4298	9899	7099	8499
投资净收益	-2522	821	2754	1126	1288
营业利润	43895	69579	91170	102211	121767
营业外收入	7745	18636	4992	2058	3621
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	51640	88215	96161	104268	125388
所得税	10193	15744	18187	20854	25078
净利润	41447	72471	77974	83415	100311
少数股东收益	352	961	2856	3329	4003
归属母公司净利润	41095	71510	75119	80086	96308
EBITDA	63717	110794	123146	144672	184782
EPS (元)	4.34	7.53	7.89	8.39	10.07

主要财务比率

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入 (%)	47.7	56.5	30.3	25.0	19.4
营业利润 (%)	35.4	58.5	31.0	12.1	19.1
归属母公司净利润 (%)	42.7	74.0	5.0	6.6	20.3
获利能力					
毛利率 (%)	55.6	49.2	46.7	45.4	44.9
净利率 (%)	27.0	30.1	24.3	20.7	20.8
ROE (%)	22.3	26.2	22.0	19.0	18.6
ROIC	13.9	18.1	15.4	13.6	13.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.0	50.0	47.6	45.5	43.1
净负债比率 (%)	-26.7	-15.0	-18.9	-22.2	-25.9
流动比率	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	22.5	24.2	25.2	28.3	29.7
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.2	3.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	4.34	7.53	7.89	8.39	10.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.18	13.22	11.05	13.67	17.38
每股净资产 (最新摊薄)	18.42	26.95	34.79	43.10	53.07
估值比率					
P/E	62.00	35.71	34.07	32.03	26.69
P/B	14.59	9.97	7.73	6.24	5.06
EV/EBITDA	39.91	23.0	20.6	17.3	13.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 腾讯的流量壁垒受到冲击了吗？基本盘稳固，头条系威胁不大	8
1.1 腾讯的 To-C 霸主时代：以社交流量为核心构建高效变现体系	8
1.2 腾讯的流量困境：头条系快速崛起，C 端流量红利告一段落	12
1.3 存量护城河稳固：为流量下沉赋能、各大内容赛道布局领先、社交关系链构建核心壁垒	14
1.3.1 微信流量全域覆盖，赋能模式创造下沉新机会	14
1.3.2 微信时长受冲击小，核心内容赛道均处于领先地位	15
1.3.3 社交关系链是腾讯流量生态的根基，而社交是头条系短板	17
1.4 市场期待的增量：小程序较为克制，但仍具备战略意义	18
2. 版号暂停唱衰游戏？短期承压后将迎来反弹	21
2.1 行业景气度：监管趋严预期较为充分，行业有望触底企稳	21
2.1.1 政策成为 18 年游戏主旋律：版号暂停增速放缓，总量调控对头部公司影响不大	21
2.1.2 国内手游市场未来增长依靠付费指标提升，预计 3 年 CAGR 在 16.7% 以上	23
2.2 竞争格局：腾讯游戏市占率过半，霸主地位难以撼动	26
2.3 进击的游戏巨人：多款大作蓄势待发	28
3. 腾讯内容壁垒有多高？各泛娱乐赛道均为领头羊	32
3.1 数字阅读：阅文平台流量优势大，IP 运营业务增长可期	32
3.2 长视频：聚焦用户价值挖掘，腾讯视频付费用户一梯队登顶	33
3.3 数字音乐：市占率遥遥领先，变现方式多元杠杆效应显现	34
3.4 游戏直播：行业景气度上行，投资龙头抢占赛道	35
3.5 各赛道联动发力，多维度打造互联网泛娱乐闭环	36
4. 腾讯广告变现空间多大？中期增长引擎，远期空间有限	38
4.1 行业：互联网广告规模逆势增长，腾讯广告份额不断提升	38
4.2 内生增长+行业趋势双轮驱动，迅猛增长势头或将保持	39
4.3 微信朋友圈广告能直接对标 Facebook 吗？	41
4.3.1 公众号阅读率下降，朋友圈下沉式增长，小程序带来增量	41
4.3.2 微信难对标 FB：社交倾向与媒体倾向的差异导致朋友圈 Adload 天花板较低	43
4.4 腾讯广告核心业务收入测算	46
4.4.1 微信朋友圈+QQ 信息流	46
4.4.2 微信公众号	47
4.4.3 微信小程序	47
5. 腾讯 B 端布局前景如何？积极改革，但道阻且长	49
5.1 架构调整：三次组织变革，To-C 巨头向 B 端转身	49
5.2 金融业务：以支付撬动万亿空间，构建中长期业绩增长点成为新命题	51
5.2.1 金融行业全牌照布局完成，构建互联网+金融生态	51
5.2.2 支付业务空间广阔，竞争激烈	52
5.2.3 腾讯金融 VS 蚂蚁金服：腾讯的 C 端优势与阿里的 B 端基因	55
5.3 腾讯云：短期超越阿里较难，从细分领域寻找突破口	56
5.3.1 阿里拥有并扩大 2B+ 先发两大优势，短期超越较难	57
5.3.2 腾讯云依托消费互联网生态，细分领域仍有机会	59
6. 投资体量庞大，调整会计准则改善利润表	61
6.1 资本推进投资，生态布局日趋完善	61
6.2 投资业务中性情况下估值 5872 亿元	62

7. 财务、盈利预测及估值分析	63
7.1 财务分析	63
7.1.1 收入端：营收持续增长，增值服务占收入比重趋于下降	63
7.1.2 成本费用端：费用控制得当，利润率维持较高水平	64
7.1.3 杜邦分析：盈利能力是影响 ROE 主要因素	66
7.1.4 现金流：现金回款能力增强，受投资影响，现金及其等价物余额有所减少	67
7.1.5 股权结构：MIH 是第一大股东，马化腾团队为实际控制人	68
7.2 盈利预测	69
7.3 估值分析	74
7.3.1 PE/G 估值，目标价 313 港元	76
7.3.2 SOTP 估值，目标价 320 港元	76
风险提示	78

图表目录

图表 1: 腾讯围绕社交流量生态的业务版图	8
图表 2: 腾讯发展走过四个阶段	9
图表 3: 公司核心社产品	10
图表 4: 1Q13-2Q18 QQ 月活账户规模 (百万, %)	10
图表 5: 1Q13-2Q18 Q-zone 月活账户规模 (百万, %)	10
图表 6: QQ 与微信用户年龄分布 (2018 年 8 月)	11
图表 7: 2017 年 Qzone 与微信朋友圈用户年龄分布	11
图表 8: 1Q13-2Q18 微信月活账户数 (微信与 Wechat 合并) 变化 (百万, %)	11
图表 9: 2015-2018 微信在国内移动互联网中的渗透率变化	11
图表 10: 腾讯主要社交产品日均使用时长变化 (分钟)	11
图表 11: 移动互联网整体及即时通讯、短视频行业月度总时长变化 (千亿分钟, %)	12
图表 12: 2017 年 3 月-2018 年 9 月中国移动互联网月度活跃用户规模 (亿, %)	12
图表 13: 中国移动互联网用户月度总使用时长 (千亿分钟)	12
图表 14: 中国移动互联网用户人均单日使用时长 (分钟)	12
图表 15: 全球部分国家和地区移动互联网时长占媒体消费总时长比例 (%)	13
图表 16: 2018 年 9 月腾讯与字节跳动头部 5 款产品月活设备数总量 (不去重, 万台)	13
图表 17: 中国移动互联网各巨头独立 APP 总使用时长占比 (%)	14
图表 18: 我国移动网民总体城际分布情况	14
图表 19: 拼多多社交裂变式业务模式	14
图表 20: 2018 年 6 月拼多多用户城际分布情况	15
图表 21: 趣头条用户城际分布变化	15
图表 22: 中国移动互联网各巨头独立 APP 总使用时长绝对值 (千亿分钟)	15
图表 23: 移动互联网中即时通讯行业月度时长绝对值变化 (千亿分钟, %)	16
图表 24: 2018 年 4 月移动互联网社交及泛娱乐赛道时长占比 (%)	16
图表 25: 2017 年 9 月至 2018 年 9 月抖音月独立设备数及环比增速 (亿, %)	17
图表 26: 个人效用网络效应	17
图表 27: 个人网络效应	17
图表 28: 抖音产品社交功能优化时间轴	18
图表 29: 微信小程序的月活和渗透率 (万人, %)	18
图表 30: 微信小程序的日活和增长率 (亿)	19
图表 31: 微信小程序用户人均月度停留时常变化趋势 (分钟)	19
图表 32: 2018 年 9 月微信小程序、App 各线城市占比对比	19

图表 33: 6.6.7 版本微信更新中添加浮窗和浮窗按钮.....	20
图表 34: 网络游戏上线流程.....	21
图表 35: 2016 年 8 月-2018 年 3 月国产网络游戏审批总数 (个)	21
图表 36: 2017 年 1 月-2018 年 3 月获审批的国产网络游戏各类型占比 (%)	22
图表 37: 2016 年 8 月-2018 年 3 月部分头部企业游戏获审批数量 (以运营单位统计, 个)	22
图表 38: 《王者荣耀》用户年龄结构.....	23
图表 39: "吃鸡"手游用户年龄结构.....	23
图表 40: 中国游戏行业整体市场规模及增速 (亿元, %)	23
图表 41: 中国端游市场规模及变化 (亿人, %)	24
图表 42: 中国手游市场规模及变化 (亿人, %)	24
图表 43: 中国手游用户规模及变化 (亿人, %)	24
图表 44: 中国手游玩家人均月度使用时长及变化 (小时, %)	24
图表 45: 2009-18H1 中国手游整体 ARPU 变化 (元, %)	25
图表 46: 世界部分国家手游 ARPU 值对比 (美元)	25
图表 47: iOS 端 RPG 类手游付费率变化 (%)	25
图表 48: 腾讯手游付费率变化 (%)	25
图表 49: 1Q15-2Q18 腾讯季度 ARPPU 及变化 (元, %)	26
图表 50: 中国手游市场规模未来 3 年复合增速敏感性测算 (元, %)	26
图表 51: 2011Q3-2016Q3 端游市场竞争格局变化.....	27
图表 52: 2013 中国移动游戏全平台发行商竞争格局.....	27
图表 53: 2016-2018Q2 年移动游戏行业按发行口径统计的腾讯网易市占率 (%)	27
图表 54: 2018 年以来腾讯在手游 TOP20 收入榜单各排名分段游戏数量 (个)	27
图表 55: 2014Q1~2018Q2 腾讯单季度游戏收入及占当期营收比重 (单位: 亿元; %)	28
图表 56: 1Q14~2Q18 腾讯单季度游戏收入及同比增速 (单位: 亿元; %)	28
图表 57: 1Q16~2Q18 腾讯单季度手游、端游收入 (单位: 亿元)	29
图表 58: 2018 年 3 月~2018 年 9 月《绝地求生: 刺激战场》与《王者荣耀》月独立设备数对比 (亿)	29
图表 59: 2018 年腾讯游戏项目进展及版号情况梳理 (截至 2018 年 10 月 22 日)	30
图表 60: 2018 年 7 月典型行业用户对付费会员的购买意愿 (%)	32
图表 61: 剔除游戏分账后社交网络收入占增值业务总收入比例 (百万元, %)	32
图表 62: 2011-2018 中国数字阅读市场规模及预测 (亿元, %)	32
图表 63: 2017 年 2018 年 9 月移动阅读 APP 行业月活跃用户规模及渗透率.....	32
图表 64: 阅文和掌阅运营和付费情况.....	33
图表 65: 阅文集团三大平台产品情况.....	33
图表 66: 2018 年 9 月阅读 APP 月活跃用户规模 (万)	33
图表 67: 2017-2018 在线视频行业月活跃用户规模 (亿人)	33
图表 68: 2017-2018 在线视频占移动互联网总时长比例.....	33
图表 69: 2018 年 6 月各平台用户付费用户数/MAU/付费率.....	34
图表 70: 优酷内容成本及其占营收比例.....	34
图表 71: 爱奇艺内容成本及占营收比.....	34
图表 72: 2017 年 3 月-2018 年 3 月在线音乐 APP 月活用户规模及增速 (人, %)	35
图表 73: 1Q17-2Q18 腾讯音乐付费率变化情况.....	35
图表 74: 2017-2018 在线音乐、网络 K 歌中腾讯音乐的用户份额变化	35
图表 75: 2018 年 7 月 TOP5 在线音乐 APP 月活跃用户规模 (万)	35
图表 76: 2017 年 2 月-2018 年 2 月游戏直播 APP 渗透率变化趋势 (%)	36
图表 77: 2017 年 9 月-2018 年 2 月直播 APP DAU 变化及均值 (万人)	36
图表 78: 腾讯泛娱乐 IP 运营模式.....	37
图表 79: 中国广告市场规模及同比增速 (亿元, %)	38

图表 80: 中国互联网广告市场规模及同比推移 (亿元, %)	38
图表 81: 2013-18H1 部分主要互联网平台广告收入占互联网广告比重 (%)	39
图表 82: 2018年6月移动互联网巨头移动App总时长占比	39
图表 83: 2013--18H1 腾讯广告业务收入及增速 (单位: 亿元)	39
图表 84: 2013年~2017年及2018H1 腾讯广告收入占比及毛利率	39
图表 85: 2016年~2017年及2018Q1、2018Q2 分季度广告收入 (单位: 亿元)	40
图表 86: 腾讯媒体广告及社交广告平台一览	40
图表 87: 腾讯社交广告产品类型	41
图表 88: 微信公众号广告位展示	41
图表 89: 17Q1~18Q3 微信公众号图文打开率与图文分享率变化趋势	42
图表 90: 微信朋友圈信息流广告展示	42
图表 91: 微信小程序广告展示	43
图表 92: Facebook 移动端信息流界面展示	43
图表 93: 2013-18H1 Facebook 广告业务收入及增速 (单位: 亿美元)	44
图表 94: 2013-18H1 Facebook 广告收入占营收比例变化趋势	44
图表 95: 当前全球各主要广告媒体平台 Adload	44
图表 96: 微信在腾讯生态布局中具有连接器的工具价值	45
图表 97: Facebook 内部导流作用有限	45
图表 98: 2016年~2017年中国不同形式网络广告占比	46
图表 99: 2016年~2017年美国不同形式网络广告占比	46
图表 100: 2013年~2017年中国居民人均可支配收入 (元/年)	46
图表 101: 2016年~2017年美国人均个人收入 (美元/年)	46
图表 102: 朋友圈信息流广告售卖策略	47
图表 103: 微信公众号广告售卖策略	47
图表 104: 朋友圈信息流广告售卖策略	48
图表 105: 2018年腾讯广告业务市场空间测算	48
图表 106: 2005年腾讯业务系统	49
图表 107: 2012年腾讯事业群制	50
图表 108: 2018年腾讯调整后业务架构	50
图表 109: 2018年腾讯业务调整前后对比	50
图表 110: 阿里组织结构调整	51
图表 111: 腾讯金融布局	52
图表 112: 腾讯和蚂蚁金服持有牌照情况对比	52
图表 113: 第三方移动支付市场份额 (%)	53
图表 114: 中国第三方移动支付交易规模 (万亿, %)	53
图表 115: 线下使用移动第三方产品倾向度	53
图表 116: 中国国际旅游支出 (亿美元)	54
图表 117: 中国出境旅游人数 (万人)	54
图表 118: 互联网理财用户数和使用率 (万人, %)	54
图表 119: 互联网理财规模 (万亿)	54
图表 120: 互联网保险保费收入 (亿, %)	55
图表 121: 互联网消费金融信贷市场规模 (万亿, %)	55
图表 122: 蚂蚁金服全球化的两种主要模式	56
图表 123: 全球公有云市场规模 (亿美元, %)	56
图表 124: 中国公有云市场规模 (亿元, %)	56
图表 125: 云计算产业链	57
图表 126: 2016年全球云服务市场份额 (%)	57

图表 127: 2017 年全球云服务市场份额 (%)	57
图表 128: 2018Q3 国内主要公有云平台优劣势对比.....	58
图表 129: 阿里云、腾讯云与华为云的比较.....	58
图表 130: 2015 年~2017 年腾讯云与阿里云市场份额对比	59
图表 131: 2017 年我国公有云服务 (IaaS) 市场份额.....	59
图表 132: 腾讯云细分领域发展成果.....	59
图表 133: 腾讯云计费模式	60
图表 134: 2018 腾讯云投资云计算相关企业情况一览表	60
图表 135: 腾讯云全球基础设施.....	60
图表 136: 战略投资布局.....	61
图表 137: 2009 年~2018 年腾讯投资数量及投资金额 (起, 亿元)	61
图表 138: 腾讯投资公司行业分布及金额分布 (起, 亿元)	62
图表 139: 腾讯投资业务估值测算.....	62
图表 140: 2013-2018Q2 腾讯营收及同比环比增速推移 (百万元, %)	63
图表 141: 2013-2018Q2 腾讯收入结构变化 (按业务划分, %)	64
图表 142: 2013-2018Q2 腾讯营业成本及同比环比增速推移 (百万元, %)	64
图表 143: 2013-2018Q2 腾讯成本结构变化 (按业务划分, %)	65
图表 144: 2013-2018Q2 腾讯销售费用率和一般及行政费用率 (%)	65
图表 145: 2013-2018Q2 腾讯毛利率、Non-GAAP 经营利润率、Non-GAAP 净利率 (%)	66
图表 146: 2018H1 腾讯杜邦分析示意图	66
图表 147: 腾讯杜邦分析.....	67
图表 148: 2013Q1~2018H1 腾讯资产负债率变化趋势.....	67
图表 149: 2013 年~2017 年及 2018H1BAT 及网易资产负债率变化对比	67
图表 150: 2013-2018H1 腾讯现金及其等价物期末余额 (百万元)	68
图表 151: 2013-2017 经营活动产生的现金流净额及销售收现率 (百万元, %)	68
图表 152: 腾讯股权结构.....	68
图表 153: 腾讯游戏业务盈利预测表.....	69
图表 154: 腾讯社交网络业务盈利预测表.....	70
图表 155: 腾讯广告业务盈利预测表.....	72
图表 156: 腾讯其他业务盈利预测表.....	73
图表 157: 腾讯盈利预测总表	74
图表 158: 腾讯全球可比公司单用户价值对照表	75
图表 159: 腾讯全球可比公司 PE/PS 及增速对照表 (2018 年 10 月 24 日收盘价)	75
图表 160: 腾讯全球可比公司 PE/G 对照表 (2018 年 10 月 24 日收盘价)	76
图表 161: 腾讯分部估值表 (亿人民币)	77

引言:

2018年以来腾讯股价出现了较大波动，市场对腾讯的疑问可以归结为三点：1) 头条系快速崛起，腾讯的流量生态是否受到了较大威胁和冲击？2) 游戏、广告作为腾讯最重要的流量变现方式，政策影响几何？未来增长如何？3) C端互联网化基本完成，腾讯B端业务的发展前景是否明朗？本文我们针对市场关心的核心问题，从腾讯的流量壁垒、腾讯游戏/广告等业务变现空间，以及腾讯B端业务未来发展这三个方面，对腾讯的短中长期的增长驱动力进行探究。

1. 腾讯的流量壁垒受到冲击了吗？基本盘稳固，头条系威胁不大

1.1 腾讯的 To-C 霸主时代：以社交流量为核心构建高效变现体系

腾讯控股（0700.HK，以下简称腾讯或公司）创立于1998年11月，是中国最大的社交网络平台之一。公司以即时通信工具QQ、移动社交应用微信/WeChat为核心，为数字娱乐、新闻资讯、移动支付等赛道进行导流，构建了一个庞大而高效的流量变现体系。腾讯业务版图按收入口径主要分为**增值业务**（游戏+社交网络）、**广告业务**（社交广告+媒体广告）以及包含金融、云计算等在内的**其他业务**。

图表 1: 腾讯围绕社交流量生态的业务版图



资料来源：国盛证券研究所整理

基于公司发展和战略布局情况，我们将腾讯发展历程分为以下四个阶段：

图表 2: 腾讯发展走过四个阶段

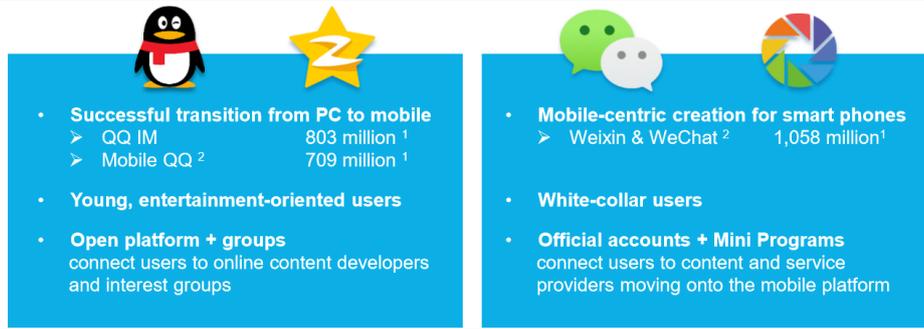


资料来源: 雪球, 国盛证券研究所整理

- **第一阶段为 1998 年至 2004 年，通过即时通讯服务在上市前完成用户快速积累。** 1999 年 OICQ 开通，此后用户注册数一路攀升，到 2004 年已超 3 亿。2004 年，腾讯控股成为第一家在香港主板上市的中国互联网企业。
- **第二阶段为 2005 年至 2013 年，马化腾提出“在线生活”新战略，腾讯定位从即时通讯服务向社交、游戏、搜索等多种货币化渠道布局拓展。** 在此阶段，腾讯上线 QQ 空间业务进入社交网络领域；运营拍拍网和腾讯搜搜进军电子商务领域和搜索领域；向大型网络游戏市场拓展，上线《穿越火线》《地下城与勇士》《英雄联盟》等为公司贡献大现金流的爆款产品。这一时期腾讯互联网帝国的轮廓逐渐明朗。
- **第三阶段为 2014 年至 2018 年，“连接一切”战略开启，全面拥抱移动互联网。** 3Q 大战结束后马化腾提出打造“连接一切”的开放平台战略，将腾讯定位为连接外部服务的连接器，为开发者提供开放的平台。2014-2018 年微信月活用户从 4 亿增至 10 亿，借助微信，腾讯走出移动互联网时代的第二曲线。此阶段移动互联网格局成型，行业进入流量的集中变现期。游戏业务凭借强大发行实力和《王者荣耀》等爆款移动游戏的带动，高基数下快速增长；腾讯广告业务的变现延伸至核心社交平台，广告收入占比逐步提升；此外，腾讯在视频、音乐、阅读等数字内容付费赛道上成为龙头。
- **第四阶段从 2018 年 9 月开启，腾讯拉开从 C 端进入 B 端的序幕。** 2018 年 9 月 30 日腾讯公布“扎根消费互联网，拥抱产业互联网”的战略升级方案，通过组织架构调整，在“连接一切”的基础上，进一步探索更适合未来趋势的社交、内容与技术的融合，并推动实现由消费互联网向产业互联网的升级。

腾讯在游戏、内容、广告、金融等产业链的成功布局得益于自身社交流量领域的寡头地位。依托社交产品为核心构建的互联网开放生态为其获得了国内最大且黏性最高的用户群体，并形成较高的流量壁垒。作为腾讯核心社产品的 QQ 和微信，截至 18Q2，QQ 和 Qzone 的 MAU（月活跃用户）分别达到 8.03 亿和 5.48 亿；微信及 WeChat 合并 MAU 为 10.58 亿。腾讯社交产品合计覆盖中国超过 90% 的人群。

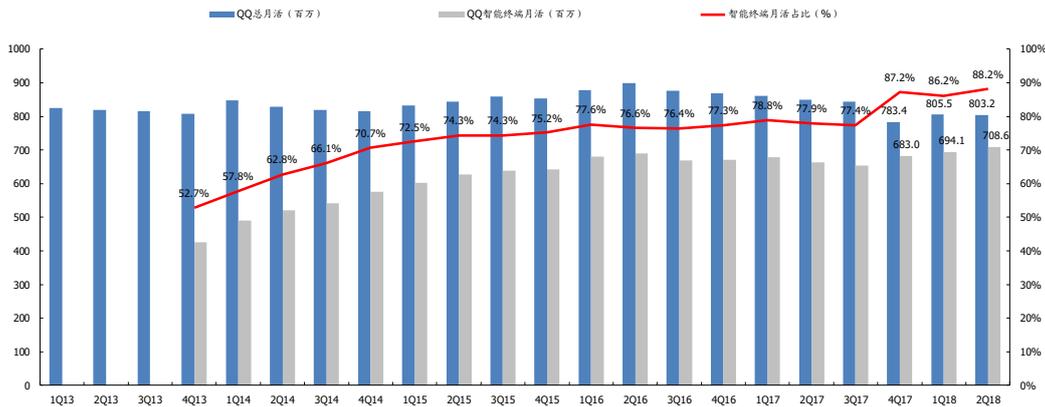
图表3: 公司核心社产品



资料来源: 腾讯投资者报告, 国盛证券研究所

➢ **QQ:** 作为腾讯最早的社交产品为其生态圈积累了海量高粘性用户, 并编织成紧密的社交网络。QQ 整体 8.03 亿月活用户中, 移动端 MAU 达到 7.09 亿, 占总体比重 88.2%; Qzone MAU 为 5.48 亿, 其中移动端 MAU 为 5.43 亿, 占总体比重达到 99%, 移动端转型基本完成。16 年以来, QQ 及 Qzone 的月活用户数呈现一定的下滑趋势, 主要与用户向微信转移有关。腾讯为 QQ 和微信提供了差异化定位: QQ 更多地迎合年轻用户群, 其用户构成偏年轻化。根据 CNNIC 的统计, 2017 年 Qzone 30 岁以下用户占比达到 54.7%, 而微信朋友圈为 47.4%。

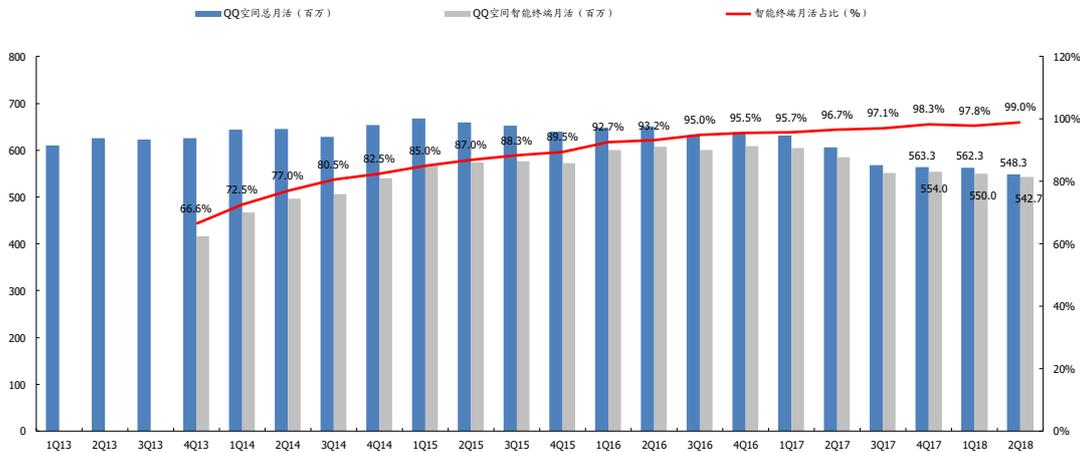
图表4: 1Q13-2Q18 QQ 月活跃用户规模 (百万, %)



资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

注: 自 1Q16, QQ 智能终端月活跃账户被重新定义为仅参与 QQ 应用内若干活动 (即主动操作) 的用户, 并因此进行调整。

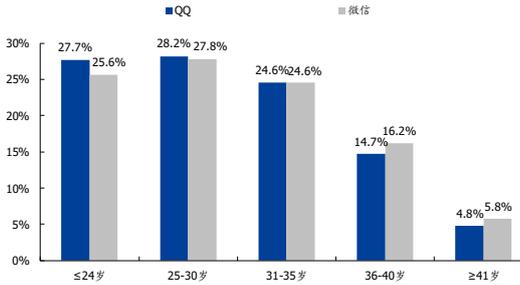
图表5: 1Q13-2Q18 Q-zone 月活跃用户规模 (百万, %)



资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

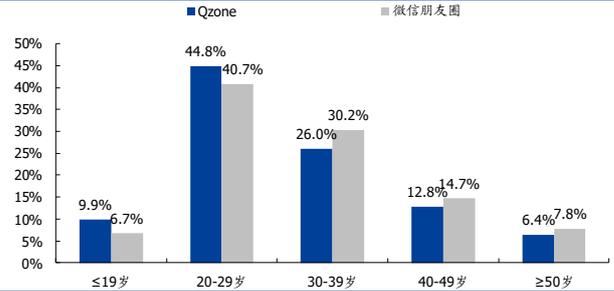
注: 自 1Q16, QQ 空间智能终端月活跃账户被重新定义为仅参与 QQ 空间应用内若干活动 (如兴趣部落、在线听音乐、阅读网络文学等) 的用户, 并因此进行调整。

图表 6: QQ 与微信用户年龄分布 (2018 年 8 月)



资料来源: 艾瑞指数, 国盛证券研究所

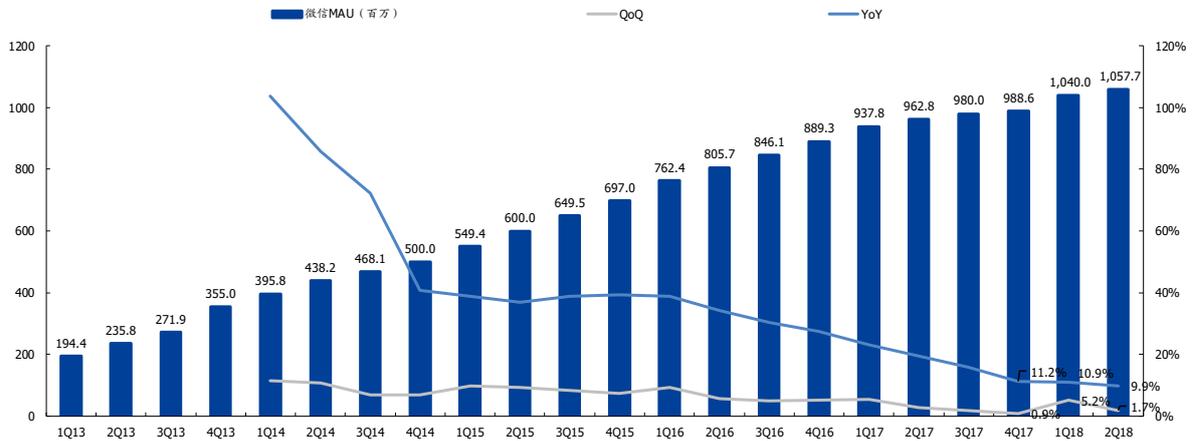
图表 7: 2017 年 Qzone 与微信朋友圈用户年龄分布



资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

➤ **微信:** 是腾讯在移动互联网时代的基石, 是中国活跃用户数最高的 APP。截至 18Q2 微信 MAU 达到 10.6 亿, 同比增长 9.9%, 环比增长 1.7%。微信用户规模在超高基数下增速放缓, 但仍高于整体移动互联网用户规模增速 (yoy +4.7%)。按 2017 年底中国 13.9 亿人口计算, 微信渗透率达 76.26%; 而根据 QuestMobile 的口径, 截至 18Q3, 微信在移动互联网用户中的渗透率达到 85.5%, 环比增长 1.5 pct。

图表 8: 1Q13-2Q18 微信月活账户数 (微信与 Wechat 合并) 变化 (百万, %)

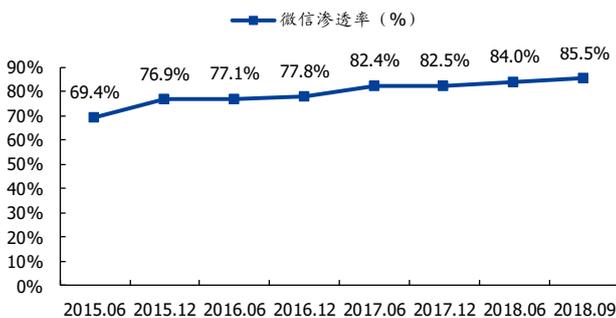


资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

注: 自 4Q13 微信 MAU 被重新定义为有关日期最后一个自然月内至少通过微信或 WeChat 发出至少一条的信息, 或者在微信或 WeChat 进行其他主动操作 (如登陆游戏或这更新朋友圈) 的用户账户总数。以前的定义是登陆通过微信或 WeChat 来发出至少一条以上的信息用户账户总数。

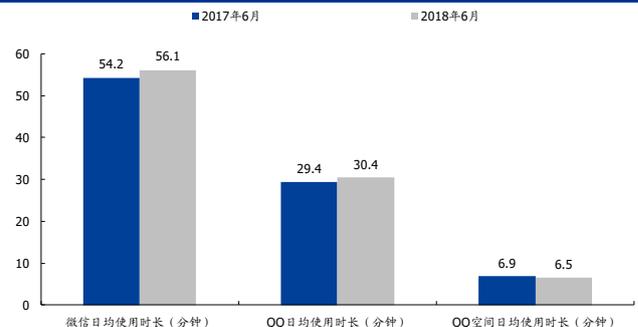
从时长来看, 以微信和 QQ 为代表的即时通讯行业时长增长缓慢, 过去一年低于整体移动互联网时长增速。微信和 QQ 2018 年 6 月日均使用时长分别同增 3.5%、3.4%。2018 年 6 月即时通讯行业总时长同比增长 8.2%, 同期移动互联网整体时长同比增速达到 29%, 增量主要来自于短视频, 增量贡献率达到 30% (2018 上半年)。

图表 9: 2015-2018 微信在国内移动互联网中的渗透率变化



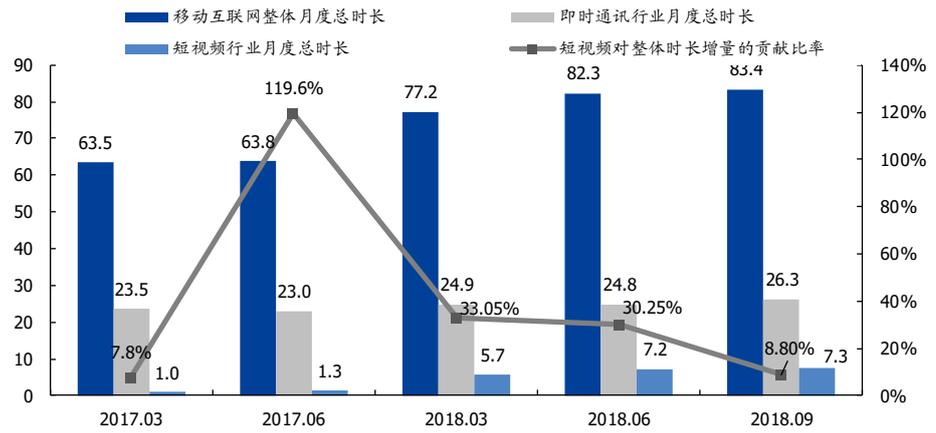
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 10: 腾讯主要社交产品日均使用时长变化 (分钟)



资料来源: 艾瑞指数, 国盛证券研究所

图表 11: 移动互联网整体及即时通讯、短视频行业月度总时长变化 (千亿分钟, %)

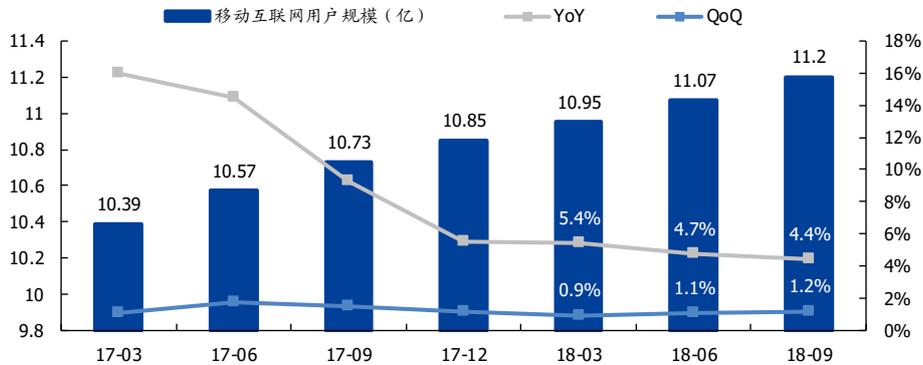


资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

1.2 腾讯的流量困境: 头条系快速崛起, C 端流量红利告一段落

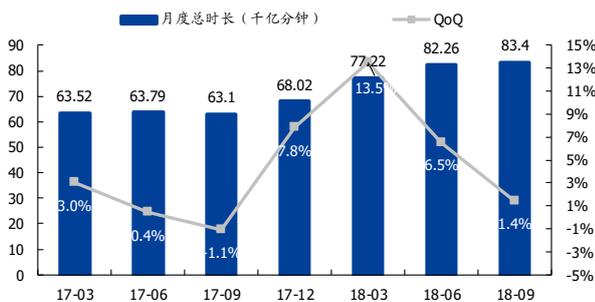
移动互联网进入后红利时代。QuestMobile 数据显示, 2018 年 9 月我国移动互联网月度活跃用户规模达到 11.2 亿, 同比增长 4.4%; 移动互联网用户月度总时长增速和人均单日使用时长增速在 2017 年表现较为低迷, 2018 年 3 月在短视频的带动下季度环比增速略有回暖, 达到 13.5% 和 15.4%; 至 2018 年 9 月, 短视频受到监管影响增速放缓, 时长增速又有所回落。

图表 12: 2017 年 3 月-2018 年 9 月中国移动互联网月度活跃用户规模 (亿, %)



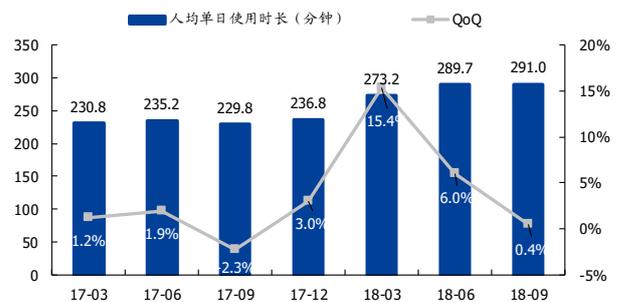
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 13: 中国移动互联网用户月度总使用时长 (千亿分钟)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

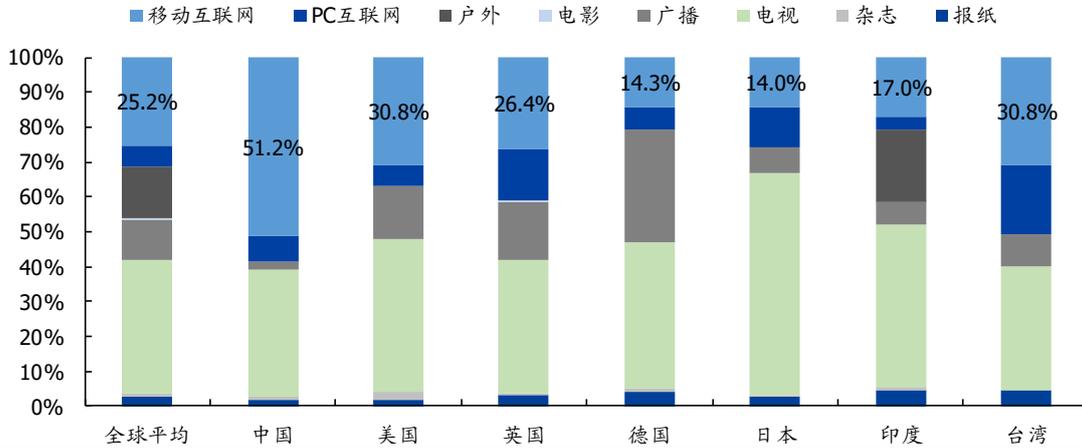
图表 14: 中国移动互联网用户人均单日使用时长 (分钟)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

从全球范围来看，中国移动互联网时长占比已处于相对高位。根据 Zenith 的预测(《Media Consumption Forecasts 2016》)，2018 年全球平均日均互联网使用时长为 140 分钟，其中移动互联网 113 分钟，占媒体总时长的比例为 25.2%。而中国移动互联网日均时长预计花费 180 分钟，仅次于美国 195 分钟排名全球第二。而中国移动互联网 51.2% 的时长占比远高于欧美及亚洲发达国家及地区 (美国 30.8%、英国 26.4%、德国 14.3%、日本 14%)。

图表 15: 全球部分国家和地区移动互联网时长占媒体消费总时长比例 (%)



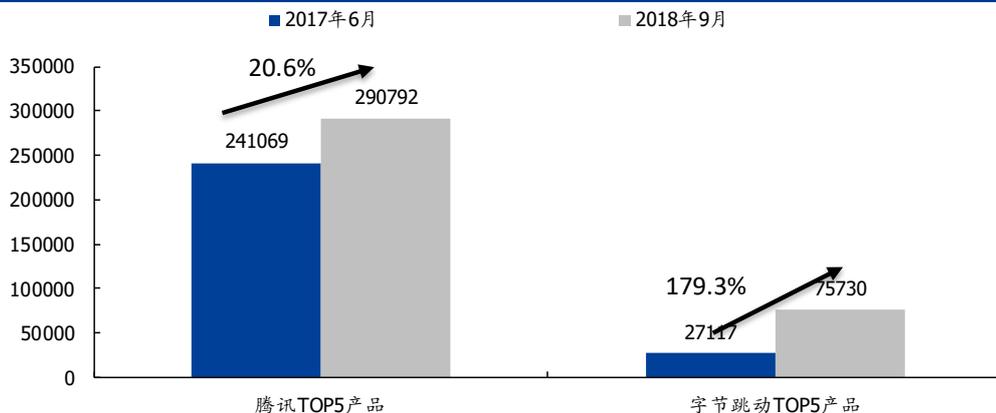
资料来源: Zenith, 国盛证券研究所

从外部竞争来看，腾讯流量增速放缓，时长占比受到头条系（字节跳动）冲击。

(1) 从流量规模来看，根据 QuestMobile 的监测：2018 年 9 月国内月活用户规模 TOP 30 中腾讯产品占到 12 款（17 年 6 月为 10 款）。2018 年 9 月腾讯月活最高的 5 款产品（微信、QQ、腾讯视频、QQ 浏览器、酷狗音乐）合计用户数达到 29.1 亿（不去重），对比 2017 年 6 月增长 20.6%。

对比近两年快速崛起的头条系，后者 2018 年 9 月月活用户规模 TOP 30 中仅占 2 款，分别为今日头条（NO.20）、抖音（NO.21）。头条系 5 款产品（抖音、今日头条、西瓜视频、火山小视频、FaceU 激萌）合计月活设备数为 8.6 亿（不去重），对比 2017 年 6 月增速达到 119.4%。

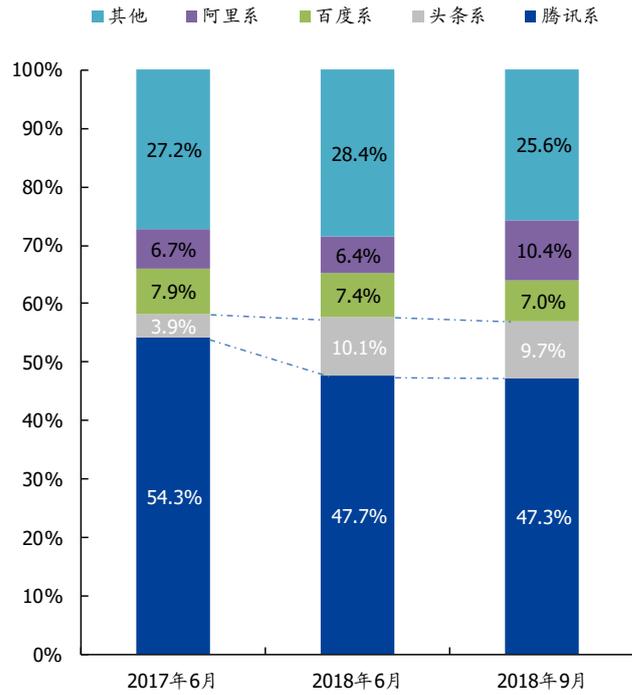
图表 16: 2018 年 9 月腾讯与字节跳动头部 5 款产品月活设备数总量（不去重，万台）



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

(2) 从时长来看，据 QuestMobile，腾讯系独立 APP 在 2018 年 6 月月度总时长占比有所下滑，从 54.3% 降至 47.7%，而此消彼长下头条系独立 APP 2018 年 6 月总时长占比同比提升 6.2 pct 至 10.1%，增量时长主要来自于以抖音为代表的短视频。

图表 17: 中国移动互联网各巨头独立 APP 总使用时长占比 (%)



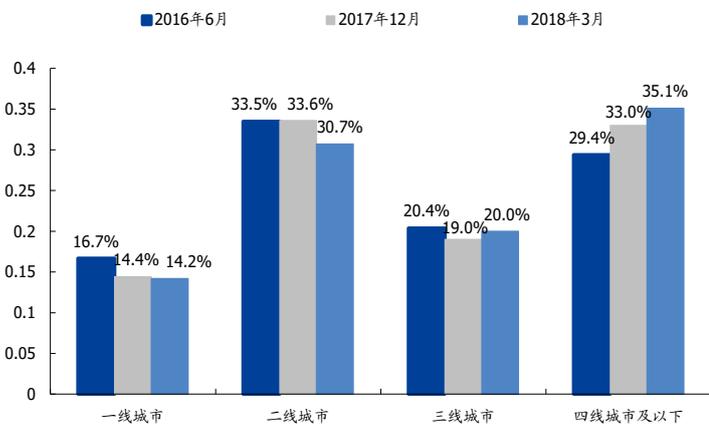
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

1.3 存量护城河稳固: 为流量下沉赋能、各大内容赛道布局领先、社交关系链构建核心壁垒

1.3.1 微信流量全域覆盖, 赋能模式创造下沉新机会

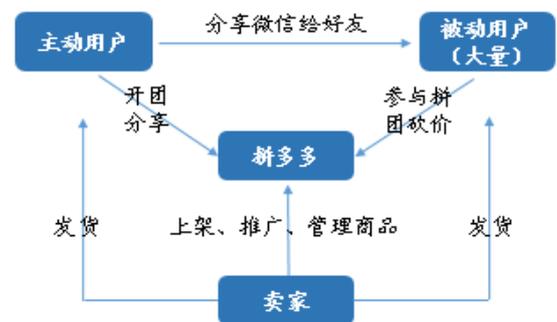
一二线现瓶颈, 借助微信向三四线寻找增量。据 QuestMobile, 16 年以来我国四线及以下移动互联网月活用户占比逐年提升, 而一二线占比则由 2016 年 6 月的 50.2% 降至 2018 年 3 月的 44.9%。目前微信在我国移动互联网用户中的渗透率为 85.5% (QuestMobile 口径), 用户覆盖已经非常全面, 低线城市下沉也几近完成。而借助微信在低线城市的下沉基础, 拼多多、趣头条等快速崛起, 迅速收割了三四线城市移动互联网用户。

图表 18: 我国移动网民总体城际分布情况



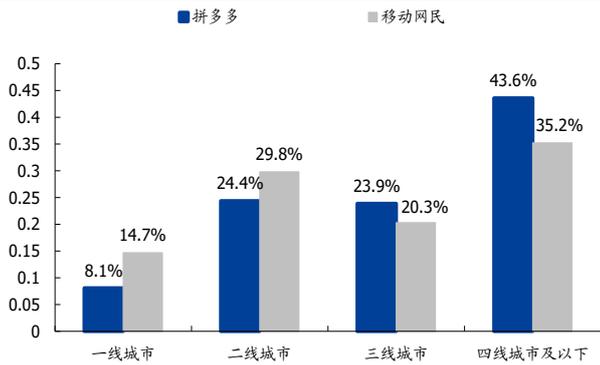
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 19: 拼多多社交裂变式业务模式



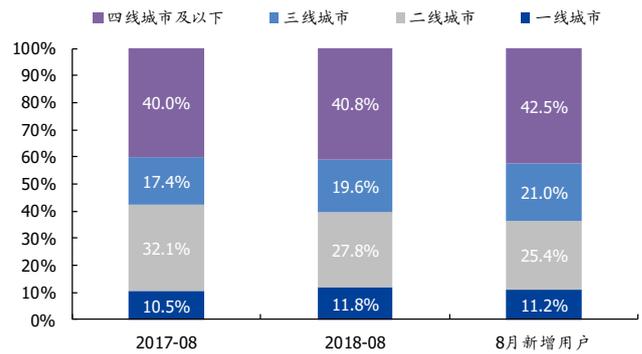
资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 20: 2018 年 6 月拼多多用户城际分布情况



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 21: 趣头条用户城际分布变化



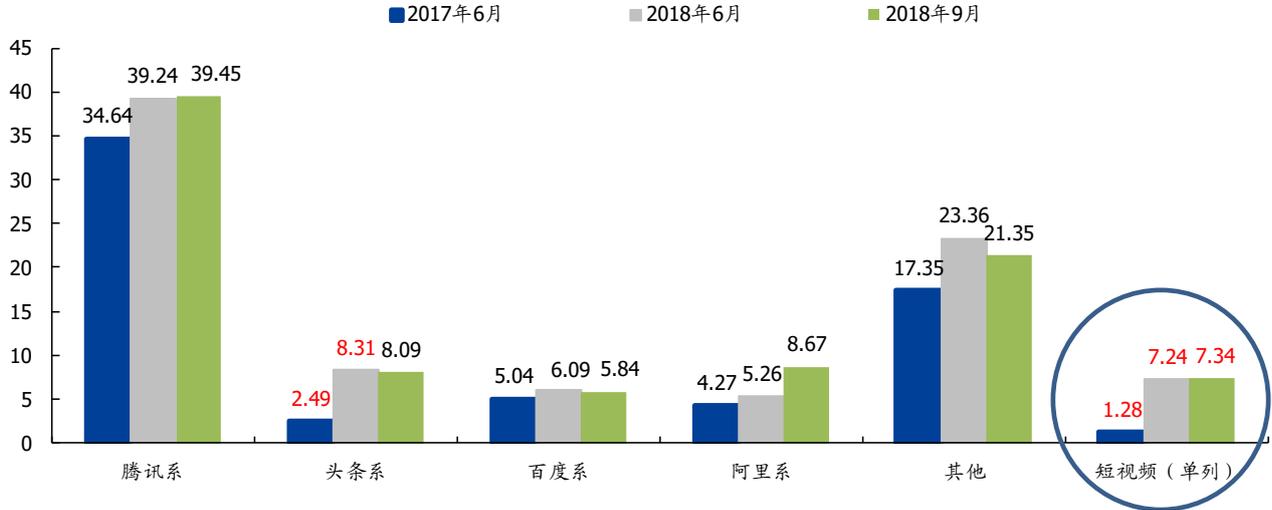
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

1.3.2 微信时长受冲击小，核心内容赛道均处于领先地位

(1) 腾讯系总时长绝对值仍保持两位数增长

市场对于腾讯流量生态担忧过度，时长高基数下仍在增长。前文提到 2018 年 6 月腾讯系 APP 时长占比同比下滑，但从绝对值看，18 年 6 月月度总时长达到 39.24 千亿分钟，同比增长 13.3%。2018 年 9 月腾讯系月度总时长增至 39.45 千亿分钟，头条系 Q3 有所下滑 (2.6%)，降至 8.09 千亿分钟。腾讯系总时长在当前移动互联网格局中依然远远领先于其他竞争对手。

图表 22: 中国移动互联网各巨头独立 APP 总使用时长绝对值 (千亿分钟)

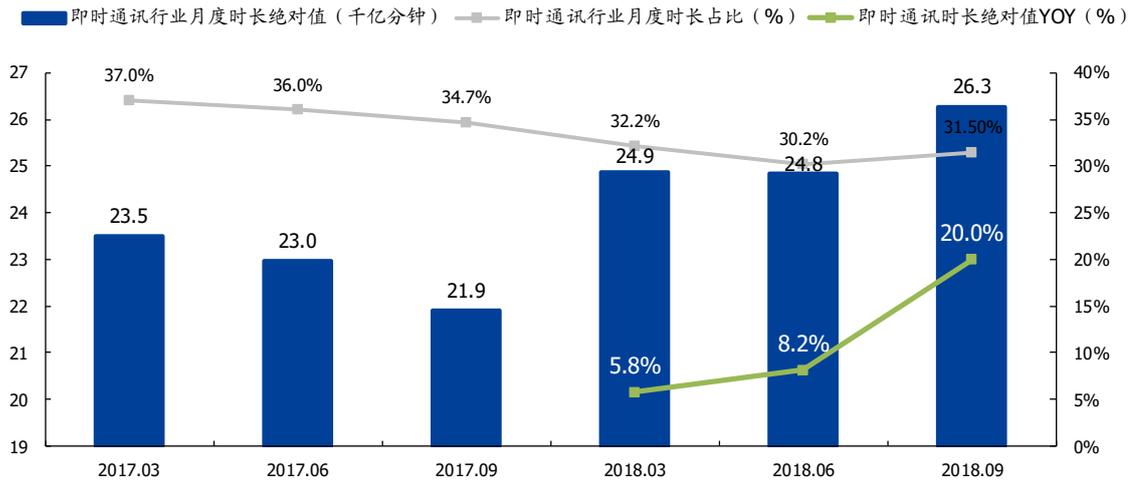


资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

(2) 社交时长绝对值仍有增长，腾讯霸占多条内容赛道，短视频对时长的争夺告一段落

社交时长绝对值并未下降，2018 年 9 月同增 20%。即时通讯行业 2018 年 9 月时长占比为 31.5%，相比 6 月有所回升。与去年同期相比即时通讯的时长占比下降了 3.2 pct，但绝对值仍有 20% 的增长。

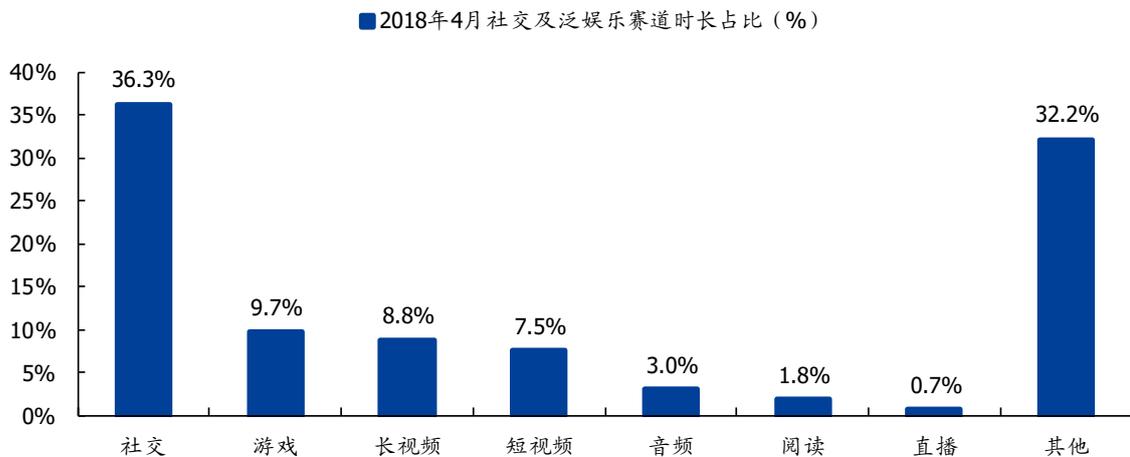
图表 23: 移动互联网中即时通讯行业月度时长绝对值变化 (千亿分钟, %)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

腾讯近乎在所有泛娱乐内容赛道中都处于领先地位。包括游戏(腾讯游戏)、长视频(腾讯视频)、文学(阅文集团)、音乐(腾讯音乐)等,上述四大赛道时长占比合计超过**23%**,而各条赛道在泛娱乐IP生产、推广及运营商相互合作,形成不断扩张的内容矩阵,握紧用户碎片时间。

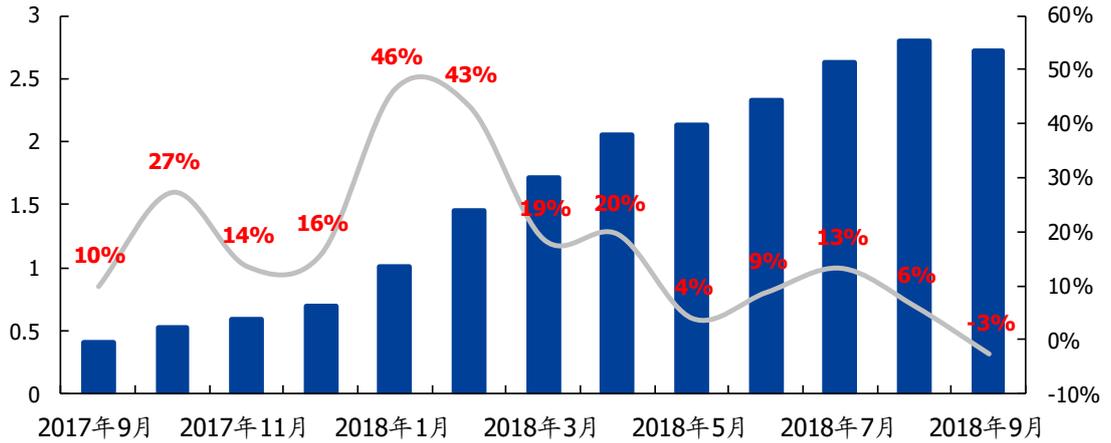
图表 24: 2018年4月移动互联网社交及泛娱乐赛道时长占比 (%)



资料来源: 易观智库, 国盛证券研究所

抖音增速放缓,短视频的时长争夺攻坚战告一段落。艾瑞指数显示,2018年8月抖音月独立设备数为2.7亿,环比下滑2.6%,增速已大幅放缓。而放缓的原因包括政策管控、内容同质化以及产品高调性带来的强媒体、弱社文化,长期运营易现瓶颈。随着抖音开始进行流量变现,并向海外拓展增量市场,我们认为短视频对腾讯时长的冲击告一段落。与此同时,腾讯自家的短视频矩阵已布局完毕,并在短期内实现快速增长。如微视8月独立设备数达到714万台,对比3月增长3倍,并从百万及APP向千万级APP进军。

图表 25: 2017年9月至2018年9月抖音月独立设备数及环比增速 (亿, %)

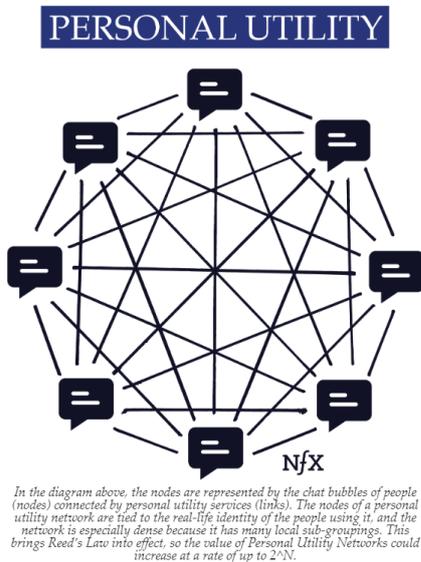


资料来源: 艾瑞指数, 国盛证券研究所

1.3.3 社交关系链是腾讯流量生态的根基, 而社交是头条系短板

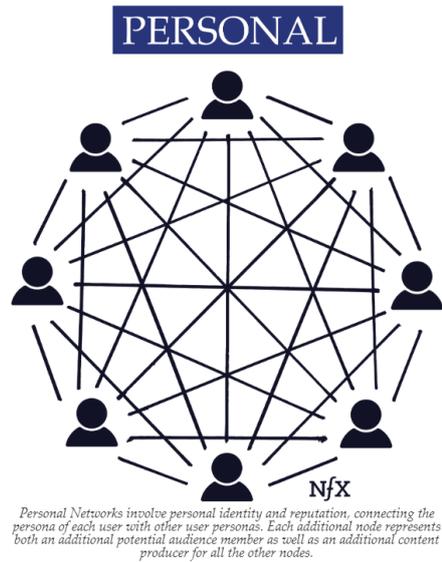
腾讯的核心壁垒是社交关系链所形成的网络效应。微信的即时通讯功能(信息+语音+视频)已成为移动互联网底层基础设施,而微信通讯录则是用户在互联网时代的新名片。根据 NFX 网络效应原理(network effects),人群之间通过真实身份形成的强社交关系将成为人们交流互动的重要场景,不论是为了工作目的而形成的关系(Personal utility network effects)或是纯熟人关系网络(personal network effects),都拥有极高的壁垒和替代成本,脱离这个关系网会较大地损害人与人/社群之间的关系(工作和生活)。不仅如此,微信通过群组把各种不同目的/兴趣爱好的人集合起来,形成了快速扩张的微观集群,更加巩固了整个社交网络的稳定性。

图表 26: 个人效用网络效应



资料来源: NFX, 国盛证券研究所

图表 27: 个人网络效应

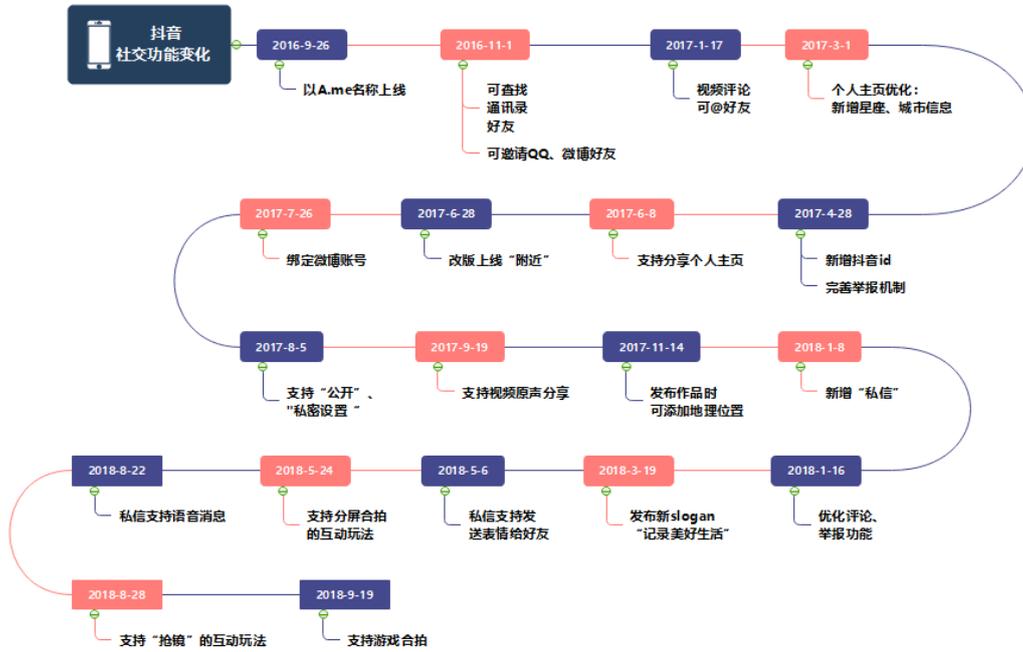


资料来源: NFX, 国盛证券研究所

腾讯和头条攻守不对称,头条系社交生态是短板。随着抖音流量增速放缓,抖音开始由工具媒体向社交媒体转变,通过提高用户关系深度,降低用户对内容的预期让用户留下来。2018年,抖音发布的首个更新版本V1.6.8上线“私信功能”,支持抖友间消息互动,由此迈出向社交化转变的关键一步。2018年3月新Slogan发布正式标志着抖音打响社交化之战。“记录美好生活”是创作者而非消费者的视角,鼓励用户在平台的创作和互动。

随后，抖音推出支持私信表情、语音消息和多人互动等功能，以及上线“关注流”改版，都表明鼓励用户间的互动与社交。而从媒体属性向社交属性转变的抖音未来发展之路尚不明确：用户规模扩张与维持产品原有调性存在矛盾，中心化内容分发与用户平权之间存在障碍（抖音快速崛起主要依靠头部流量的曝光）。从用户留存的角度，社交的成败关系到抖音成为长生命周期的短视频社区还是红极一时的现象级应用。

图表 28: 抖音产品社交功能优化时间轴

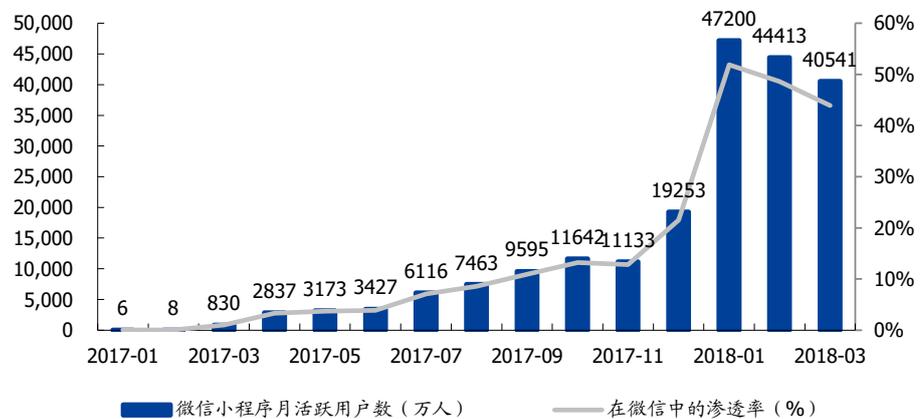


资料来源: App Annie, 国盛证券研究所

1.4 市场期待的增量: 小程序较为克制, 但仍具备战略意义

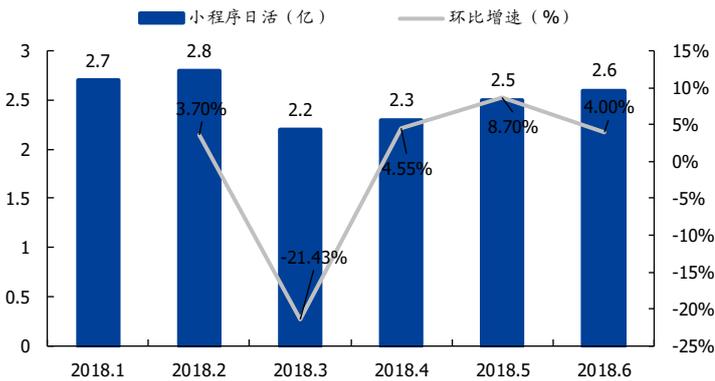
经历了 18 年初的爆发增长后，小程序用户规模趋向稳定，用户粘性持续提升。据阿拉丁小程序统计平台，18H1 微信小程序的日活跃用户数基本稳定在 2 亿以上，曾在春节期间最高达到 2.8 亿。在经历恶性分享等事件后，微信官方采取了一系列引导和运营措施，小程序的日活有所下降并逐步进入稳定增长的轨道。虽然日活规模降速，但用户时长快速提升，与年初相比，8 月小程序用户人均月度停留时常已接近翻番。

图表 29: 微信小程序的月活和渗透率 (万人, %)



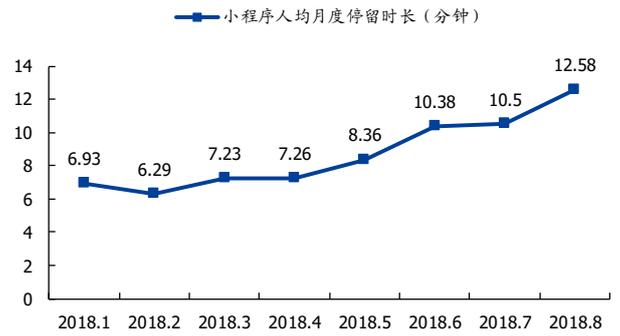
资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 30: 微信小程序的日活和增长率 (亿)



资料来源: 阿拉丁小程序统计平台, 国盛证券研究所

图表 31: 微信小程序用户人均月度停留时常变化趋势 (分钟)



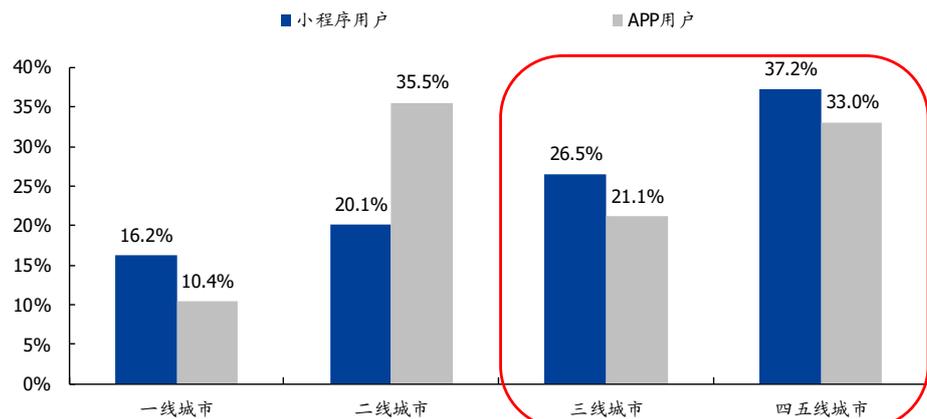
资料来源: 阿拉丁小程序统计平台, 国盛证券研究所

当前小程序的开放推广较为克制, 但小程序对于移动互联网增量流量的聚集挖掘和腾讯流量生态的巩固都有战略性意义。

(1) 从架构上看, 通过下沉策略, 巩固移动端功能平台。

- **入口下沉。**从单一的二维码入口, 到模糊搜索、LBS、公众号广告, 再到首页下拉操作, 小程序在腾讯产品内占据着愈发重要的入口。通过构建轻量级应用平台, 微信在操作系统层和应用软件层中间加入软件平台层, 将自身定位由超级 App 转向。这一转变使得微信平台在架构上进一步下沉, 但平台属性得到巩固和提升, 有利于长期的流量生态构建。
- **用户下沉。**据阿拉丁指数, 2018年9月, 我国三线及以下城市的微信小程序用户占比均高于一二线城市, 且相较同类城市的 App 用户占比高 4-5 个百分点。三线及以下城市的用户的主要特征为更高的价格敏感度和更多的追求娱乐消遣的空余时间, 这均与小程序轻量、利用碎片时间的定位匹配, 可以预测这部分用户是微信移动端全平台的广袤天地。

图表 32: 2018年9月微信小程序、App 各线城市占比对比



资料来源: 阿拉丁指数平台, 阿拉丁小程序统计平台, 国盛证券研究所

(2) 从流量策略来看, 有节制地开放外部链接, 提高兼容性。小程序可以实现与 App 间的互相跳转, 但一个移动应用最多绑定 3 个小程序, 每月支持绑定 3 次, 而同一个小程序可被 500 个移动应用关联。微信小程序一方面为头部 App 提供了良好的兼容性, 另一方面通过绑定数量的限制避免了流量外向流失, 削弱了外部 App 成为流量分发平台的可能。

(3)前瞻: 微信界面走向操作系统化, 侧面印证其平台下沉和流量闭环策略。从 iOS 6.6.7 版本开始, 微信界面添加了浮窗按钮功能, 支持多页面、多任务间的自由跳转和返回。这一功能目前的主要应用场景是公众号, 未来很可能在小程序中进行推广。至少从产品形态来看, 此次更新的浮窗按钮类似 iOS 系统的“辅助触控”按钮, 表明微信开始走向操作系统化, 强化了其平台属性和流量生态建设。

图表 33: 6.6.7 版本微信更新中添加浮窗和浮窗按钮



资料来源: 知晓程序, 国盛证券研究所

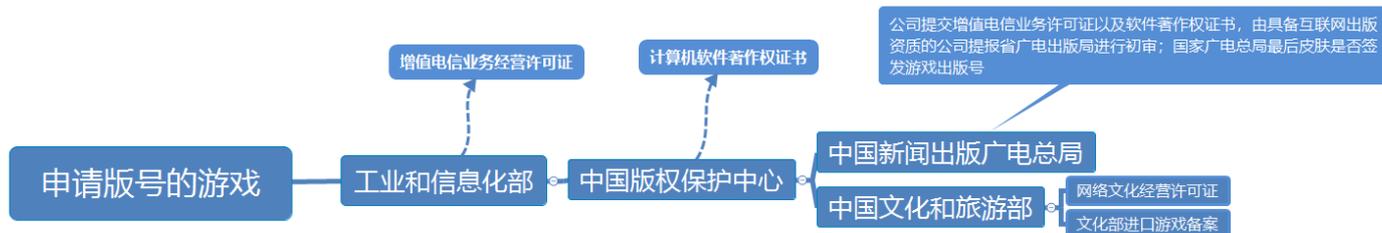
2. 版号暂停唱衰游戏？短期承压后将迎来反弹

2.1 行业景气度：监管趋严预期较为充分，行业有望触底企稳

2.1.1 政策成为18年游戏主旋律：版号暂停增速放缓，总量调控对头部公司影响不大

国家机构改革期间游戏版号暂停发放，游戏上新节奏放缓。2018年3月十九届三中全会通过《深化党和国家机构改革方案》，此次机构改革方案将国家新闻出版广电总局拆分称国家广播电视总局、国家新闻出版署和国家电影局三个机构，其中国家新闻出版署与国家电影局归属中宣部管理。所以机构改革完成后网络游戏的版号发放职责将划拨到中宣部的旗下，而在机构改革调整期间，游戏版号的发放暂时中止。根据我们统计，2017年获批手游9020款，18Q1获批手游1872款，版号以来搁置审批的手游可能占到近4000款。占比97.15%。缺少版号使得游戏无法上线，或上线后处于无法货币化的公测阶段，对游企收入产生影响。

图表34：网络游戏上线流程



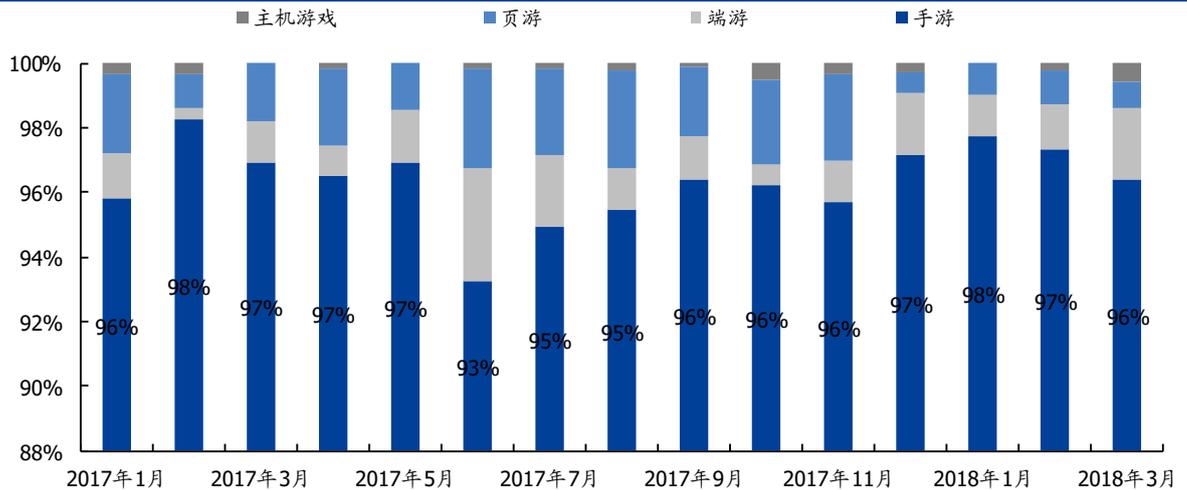
资料来源：公众号“手游那点事”，国盛证券研究所

图表35：2016年8月-2018年3月国产网络游戏审批总数（个）



资料来源：国家广播电视总局，国盛证券研究所

图表 36: 2017年1月-2018年3月获审批的国产网络游戏各类型占比 (%)



资料来源: 国家广播电视总局, 国盛证券研究所

八部委发文保护青少年视力, 游戏将进行总量调控。2018年8月30日, 国家卫健委、国家新闻出版总署等八部委发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》, 针对青少年玩网络游戏过多导致视力下降的问题提出实施网络游戏总量调控, 控制新增网络游戏上网运营数量, 探索符合国情的适龄提示制度, 采取措施限制未成年人使用时间。

➢ 不论从游戏数量还是收入占比来看, 总量控制对头部游企影响较小。近2年包括腾讯、网易、完美、西山居、三七互娱等在内的9家头部企业每月游戏获批数量总和均在30个及以下, 占总量的比重在2%以内; 2017年腾讯和网易87款游戏贡献行业76%的销售收入, 集中趋势明显。我们认为头部游企在政策理解、内容合规、研发质量等方面都有较大优势, 总量监管政策对头部游企的版号发放影响不大。

图表 37: 2016年8月-2018年3月部分头部企业游戏获审批数量 (以运营单位统计, 个)

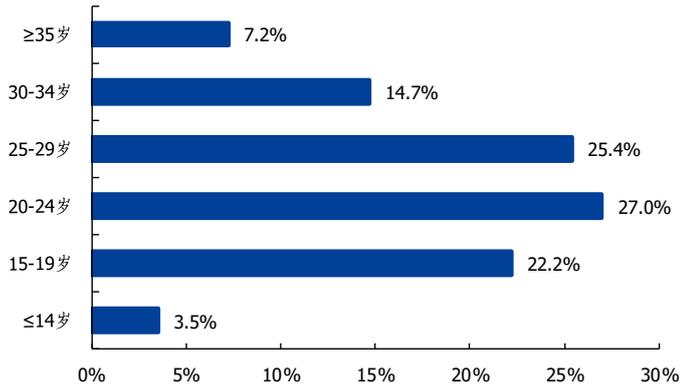
(月份)	2016年					2017年												2018年		
	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3
腾讯	0	0	2	6	0	3	0	4	3	3	3	4	15	15	1	2	6	7	8	1
网易	3	0	2	1	3	5	3	2	2	1	2	1	4	1	0	7	7	3	0	2
完美世界	7	2	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	2
西山居	2	3	0	1	1	1	0	1	0	4	4	2	3	6	0	0	1	1	0	0
三七互娱	0	2	6	2	1	2	0	4	4	0	2	6	4	1	4	2	3	2	1	2
吉比特	0	0	1	2	0	0	3	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
恺英网络	1	0	1	2	1	1	0	1	0	0	0	0	2	0	0	0	0	1	0	0
掌趣科技	0	1	4	5	2	2	1	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
巨人网络	3	1	0	3	0	1	2	1	0	0	1	0	2	1	1	1	0	2	1	0
合计	16	9	16	23	8	15	10	16	13	9	12	13	30	24	6	13	17	18	11	7

资料来源: 国家广播电视总局, 国盛证券研究所

注: 以上审批数量以运营单位统计, 其中三七互娱对应运营单位为上海硬通网络科技, 吉比特对应运营单位为厦门雷霆

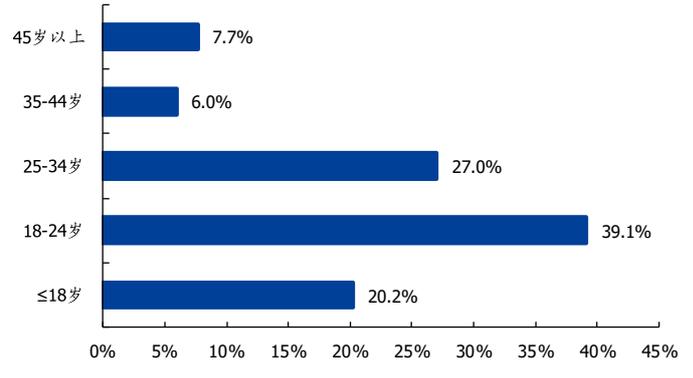
➢ 从游戏的玩家结构看, 未成年玩家占比较小, 且收入贡献能力较弱。根据极光大数据和 MobData 的监测显示, 《王者荣耀》19岁以下用户占比为 25.7%, 而 14岁以下占比仅为 3.5%; “吃鸡”手游 18岁以下用户占比为 20.2%, 青壮年仍为主力玩家人群。相比之下, 对付费要求较高的 MMO 类的游戏低龄玩家规模明显较小, 艾瑞指数显示《梦幻西游》手游 24岁以下玩家占比为 25.64%, 远低于《王者荣耀》和“吃鸡”手游超过 50%的占比。结合未成年玩家的学生属性我们亦可以推断未成年用户对头部游戏的收入贡献能力较弱。

图表 38: 《王者荣耀》用户年龄结构



资料来源: 极光大数据, 国盛证券研究所

图表 39: “吃鸡”手游用户年龄结构

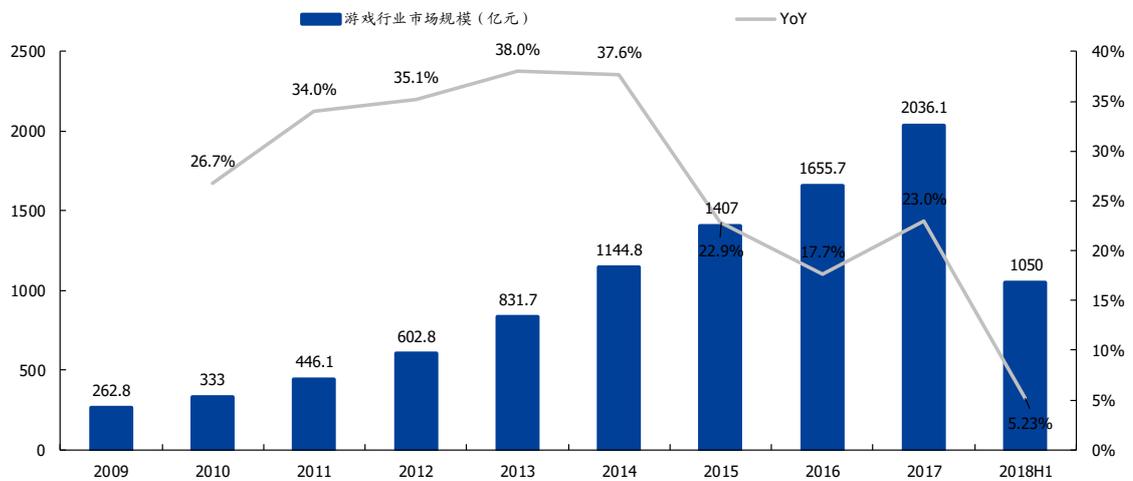


资料来源: MobData, 国盛证券研究所

2.1.2 国内手游市场未来增长依靠付费指标提升, 预计 3 年 CAGR 在 16.7%以上

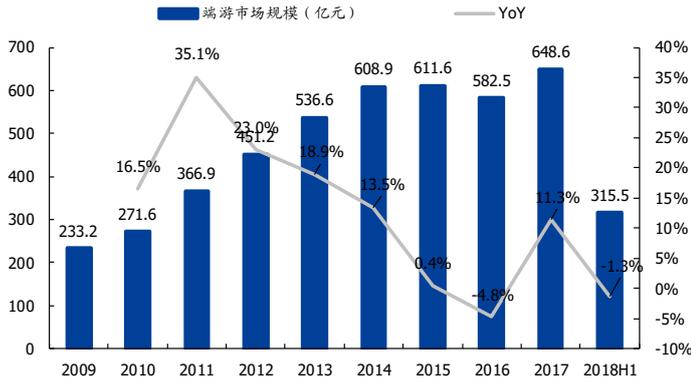
互联网红利见顶+版号因素影响下 2018 年以来游戏行业增速显著放缓。根据伽马数据的测算, 中国游戏行业整体市场规模增速从 17H1 的 26.7% 回落至 18H1 的 5.2%, 其中端游市场由于《绝地求生》活跃度下降 18 上半年同比下滑 1.3%; 手游市场 2018 上半年同比增长 12.9%, 增速仅为去年同期的 1/4。分拆到季度来看, 18Q1-Q2 手游市场规模分别为 310 亿、325 亿, 同比增长 12.5%、13.3%。18Q3 手游市场在新品+暑期带动下增速有所回暖, 达到 16.6%。

图表 40: 中国游戏行业整体市场规模及增速 (亿元, %)



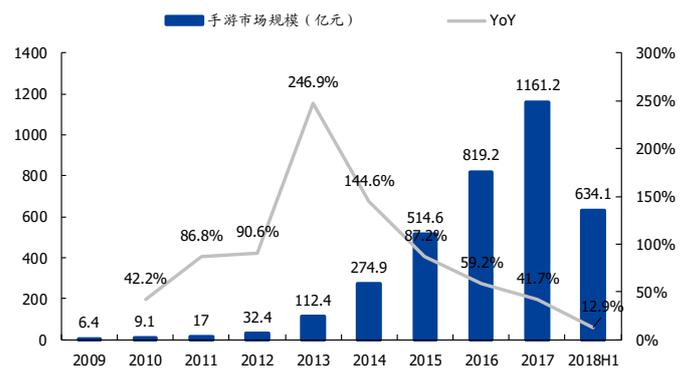
资料来源: GPC & CNG, 国盛证券研究所

图表 41: 中国端游市场规模及变化 (亿人, %)



资料来源: GPC & CNG, 国盛证券研究所

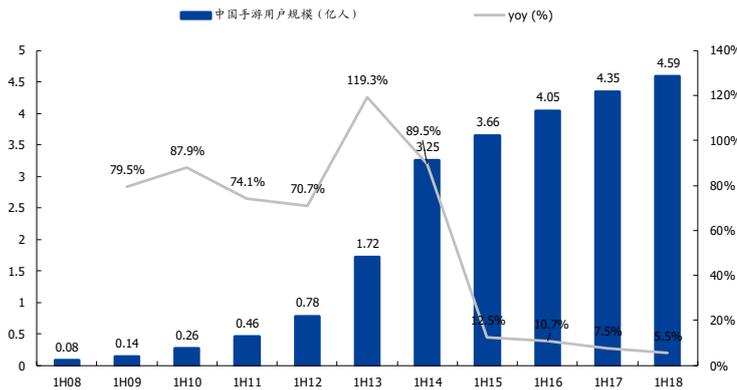
图表 42: 中国手游市场规模及变化 (亿人, %)



资料来源: GPC & CNG, 国盛证券研究所

手游用户增长缓慢, 但手游总时长占比稳定, 单用户时长稳步提升。在移动互联网用户红利下滑的背景下 2018 上半年手游用户规模达到 4.59 亿, 同比增长 5.5%, 用户增长缓慢。时长方面手游占移动互联网总时长比重已趋于稳定。我们按 QuestMobile 的时长口径和伽马数据的用户口径进行测算, 2018 年 4 月中国手游玩家月均使用时长达到 22.76 小时, 相比 2017 年 12 月增长 10%。

图表 43: 中国手游用户规模及变化 (亿人, %)



资料来源: GPC & CNG, 国盛证券研究所

图表 44: 中国手游玩家人均月度使用时长及变化 (小时, %)

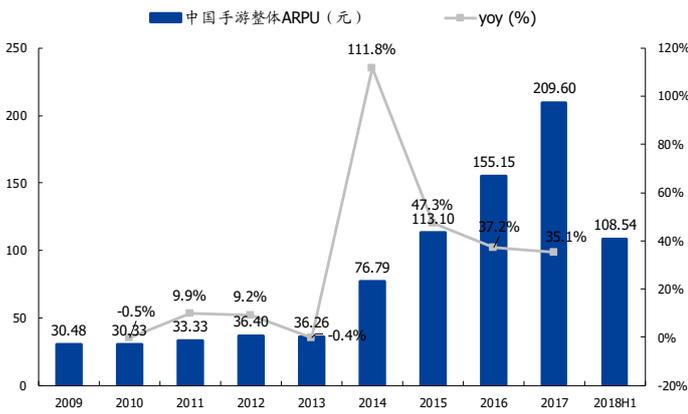


资料来源: GPC & CNG, QuestMobile, 国盛证券研究所

我们应用收入=用户数*ARPU, ARPU=ARPPU*付费率的框架对手游市场未来发展空间进行简单测算。

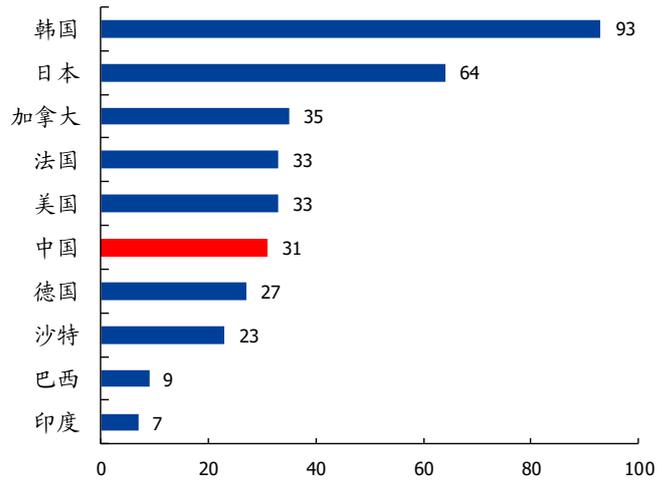
国内手游 ARPU 快速增长, 仍与日韩差距较大。从 ARPU 的角度看, 根据伽马数据的报告, 2017 年手游用户 ARPU 为 209.6 元, 同比增长 35.1%。中国手游用户的 ARPU 与美德等发达国家相近, 但与日韩仍有较大差距。

图表 45: 2009-18H1 中国手游整体 ARPU 变化 (元, %)



资料来源: GPC & CNG, 国盛证券研究所

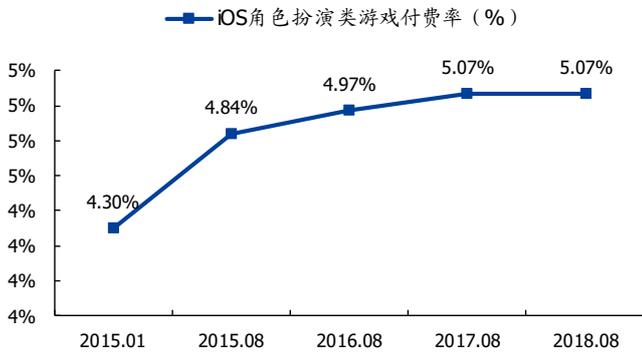
图表 46: 世界部分国家手游 ARPU 值对比 (美元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

头部公司付费率和 ARPPU 快速提升, 增速高于行业平均水平。1) 从付费率的角度来看, 国内 iOS 端角色扮演类游戏整体付费率 (各游戏类型中付费率最高) 自 2015 年初的 4.3% 提升至 2018 年 8 月的 5.1%, 提升幅度 18%。但 17 至 18 年以来付费率增长较为缓慢。但腾讯手游付费率却在相同区间内实现了翻倍增长, 根据微信月活用户口径, 其付费率从 15Q1 的 5.01% 增至 18Q2 的 8.99%。

图表 47: iOS 端 RPG 类手游付费率变化 (%)



资料来源: Talkingdata, 国盛证券研究所

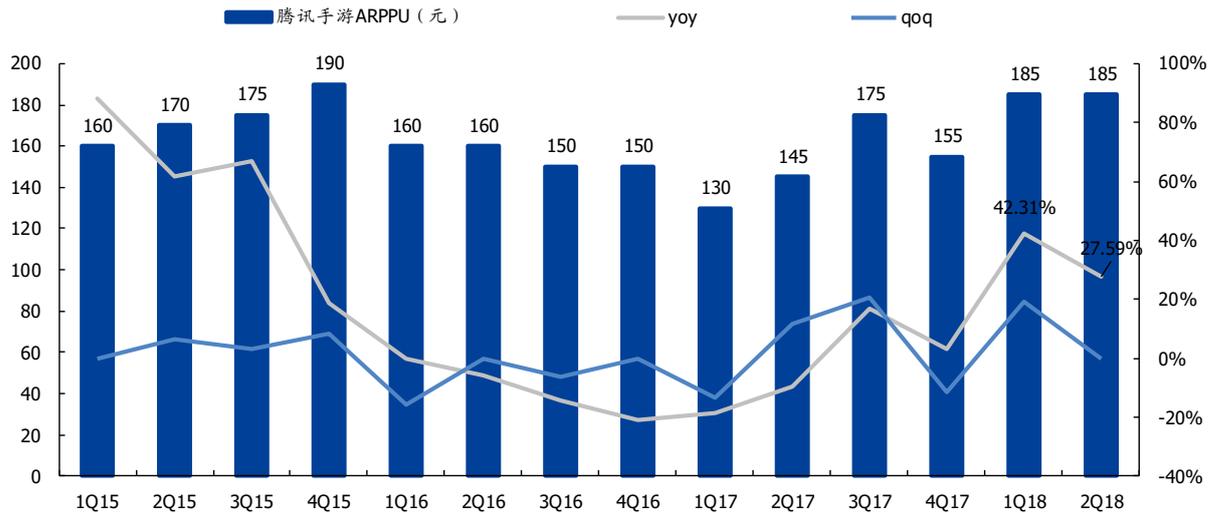
图表 48: 腾讯手游付费率变化 (%)



资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

2) 从 ARPPU 的角度来看, 我们取腾讯 15Q1 至 18Q2 的手游 ARPPU 区间中值进行统计, 其 18Q2 ARPPU 达到 185 元, 同比提升 27.6%, 但相比与 15 年同期提升幅度仅为 8.8%。腾讯 ARPPU 整体增速慢于其付费率增长。

图表 49: 1Q15-2Q18 腾讯季度 ARPPU 及变化 (元, %)



资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

我们对国内手游市场规模进行敏感性测算, 假设未来 3 年手游用户规模保持年均 3% 的较慢增速, 行业付费率 (在 5% 的基础上) 3 年 CAGR 为 10%/15%/20%/25%, ARPPU 的 3 年 CAGR 为 3%/5%/7%/9%, 则国内手游市场未来 3 年复合增速区间为 **16.7%-48.9%**。

图表 50: 中国手游市场规模未来 3 年复合增速敏感性测算 (元, %)

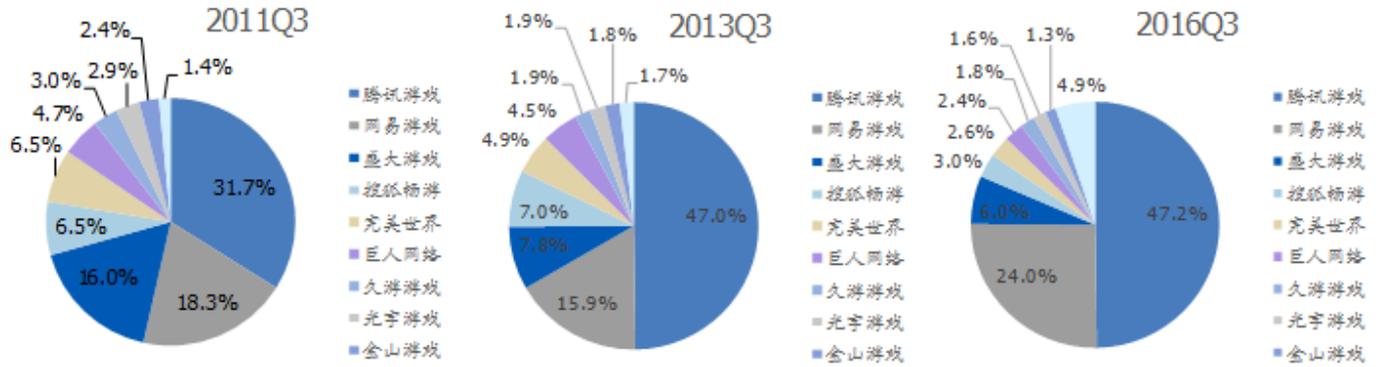
		付费率 3年CAGR			
		10.00%	15.00%	20.00%	25.00%
ARPPU 3年CAGR	3.00%	16.70%	22.00%	27.31%	32.61%
	5.00%	18.97%	24.37%	29.78%	35.19%
	7.00%	21.23%	26.74%	32.25%	37.76%
	9.00%	31.02%	36.97%	42.93%	48.88%

资料来源: 国盛证券研究所

2.2 竞争格局: 腾讯游戏市占率过半, 霸主地位难以撼动

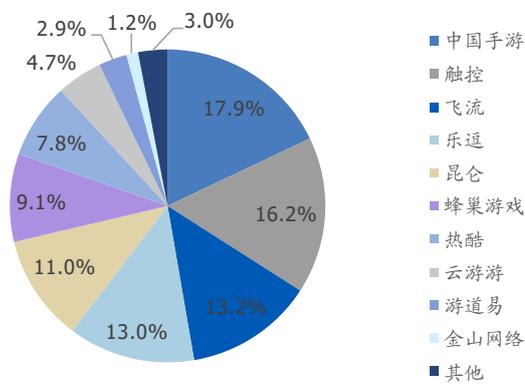
腾讯在游戏行业领先优势较大, 占端游/手游半壁江山。2008 年以前的端游市场, 盛大凭借其在 F2P+MMORPG 领域强大的研发运营能力, 占据着市场份额头名。而从 2009 年开始, 腾讯取代盛大成为端游领域的新霸主, 并在接下来的时间内不断扩大自身优势。同样的, 腾讯在手游时代也完成了从跟随者到领军者的“逆袭”。易观智库统计的 2013 年手游发行商 TOP10 中还见不到腾讯的身影, 而 2018Q2 年腾讯作为发行商的市场份额已经超过 55%。

图表 51: 2011Q3-2016Q3 端游市场竞争格局变化



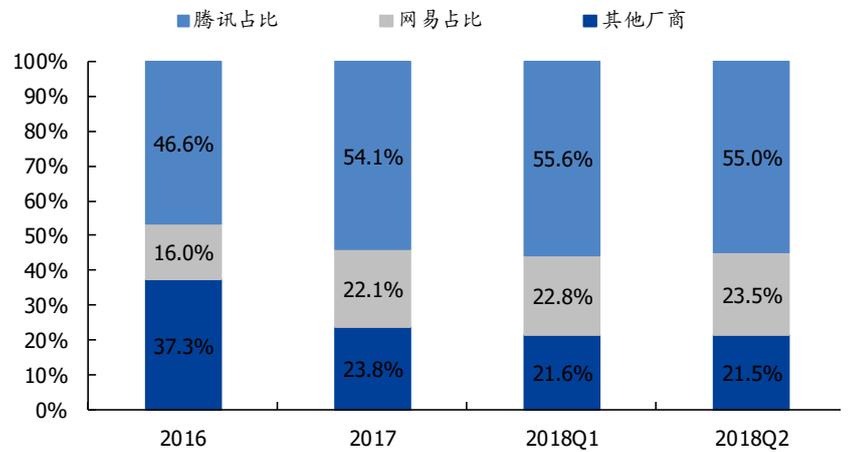
资料来源: 易观智库, 国盛证券研究所

图表 52: 2013 中国移动游戏全平台发行商竞争格局



资料来源: 易观智库, 国盛证券研究所

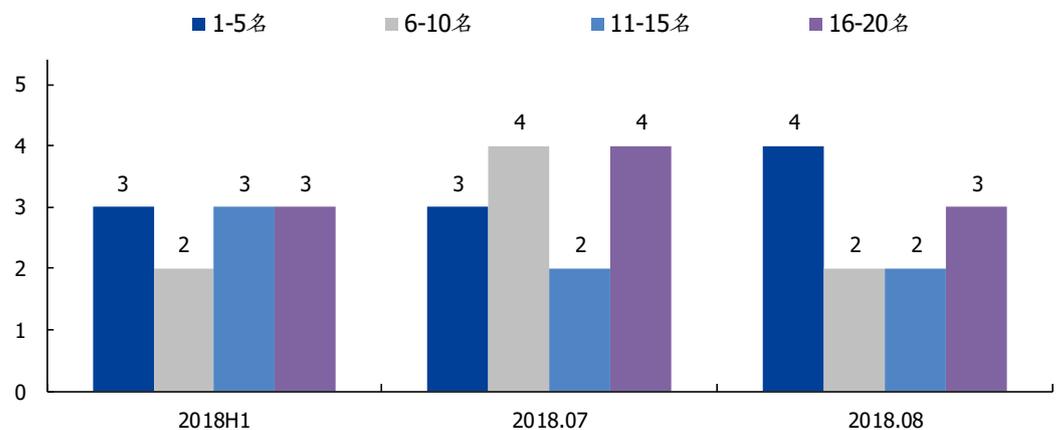
图表 53: 2016-2018Q2 年移动游戏行业按发行口径统计的腾讯网易市占率 (%)



资料来源: 伽马数据, 国盛证券研究所

今年以来腾讯产品继续霸榜头部榜单, 2018年1-8月收入TOP 20占到11席以上。根据伽马数据的统计, 今年上半年至8月, 腾讯在手游收入前10榜单中最高占到7席, 前20榜单中最高占到13席, 实现了对国内游戏时长的强有力控制。

图表 54: 2018年以来腾讯在手游TOP20收入榜单各排名分段游戏数量(个)

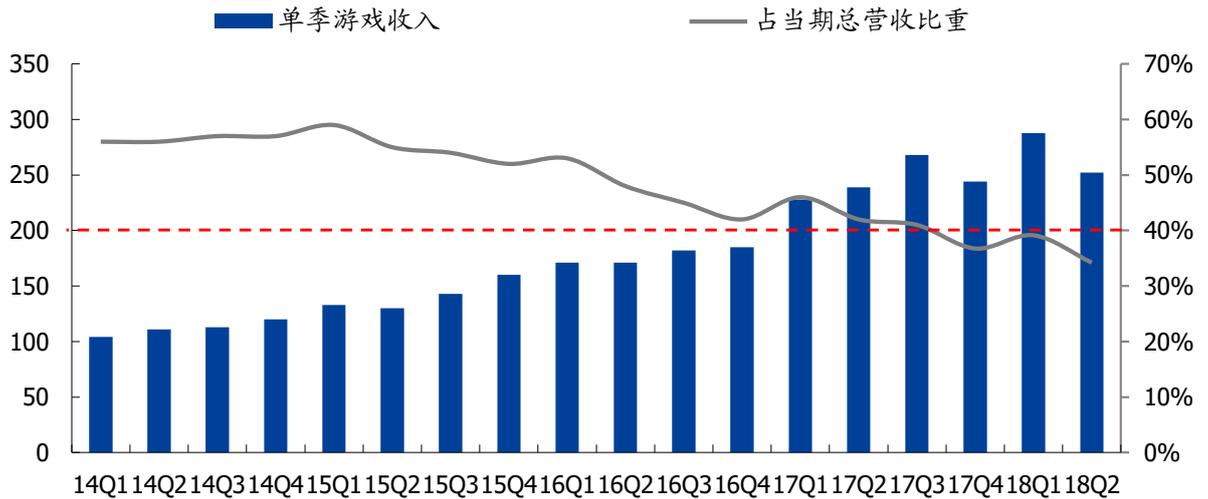


资料来源: 伽马数据, 国盛证券研究所

2.3 进击的游戏巨人：多款大作蓄势待发

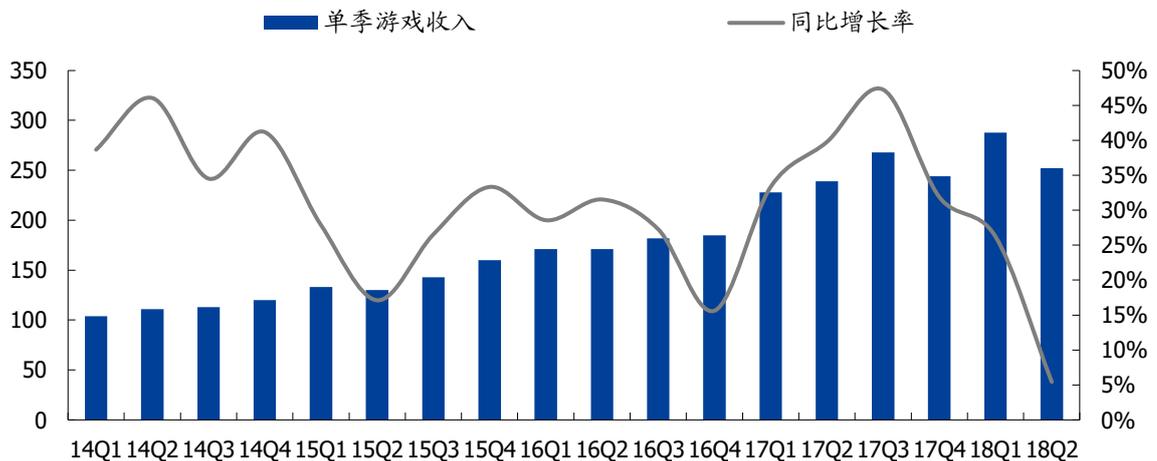
收入方面：受版号影响，腾讯游戏增速放缓，手游占比不断提升。2017年，腾讯游戏业务收入 979 亿元，占当期营收 41.12%，三年复合增速 31.51%。分季度看，公司游戏业务单季度收入总量持续增长，受版号影响增速下滑较大，17Q3~18Q2 增速已下滑 42pct，监管政策影响已经反映。游戏作为公司核心变现业务占营收比重呈下降趋势，自 17Q4 起游戏占总营收比重不足 40%。内部结构方面，随着移动设备普及、设备技术升级以及通信环境改善，手游收入不断增长并于 17Q2 首次超过端游，端游收入稳定。从腾讯储备游戏看，预计手游占比将持续提升，但其增速则与政策导向密切相关。

图表 55: 2014Q1~2018Q2 腾讯单季度游戏收入及占当期营收比重 (单位: 亿元; %)



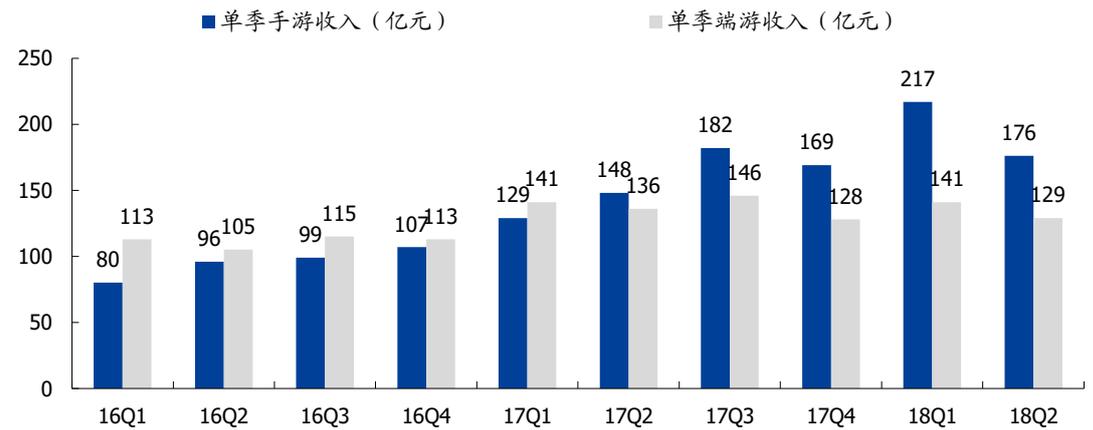
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 56: 1Q14~2Q18 腾讯单季度游戏收入及同比增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

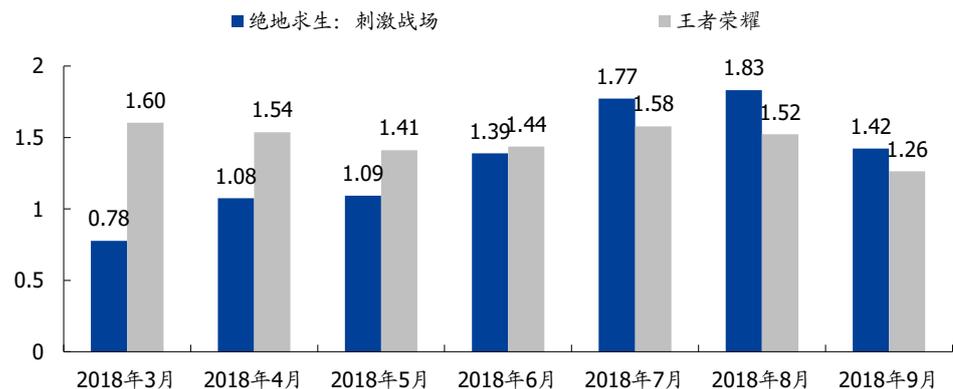
图表 57: 1Q16~2Q18 腾讯单季度手游、端游收入 (单位: 亿元)



注: 腾讯自 2017 年披露 PC 端游戏收入, 16 年数据系同比推算。
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

飞行射击游戏热度高增,《绝地求生: 刺激战场》接棒《王者荣耀》只差版号。国内用户“吃鸡”需求高涨, 据 QuestMobile, 18 年 9 月“飞行射击”类游戏 MAU 规模同增 459.1%, 排名手游细分品类第一位。《刺激战场》月独立设备数也在暑期首次超过《王者荣耀》。《刺激战场》热度持续上升, 但受版号影响暂时无法商业化, 我们预计,《刺激战场》取得版号后有望接棒《王者荣耀》成为腾讯又一“吸金”产品。

图表 58: 2018 年 3 月~2018 年 9 月《绝地求生: 刺激战场》与《王者荣耀》月独立设备数对比 (亿)



资料来源: 艾瑞指数, 国盛证券研究所

《QQ 飞车》与《我叫 MT4》是 18 年至今月流水过 10 亿的唯二新品, 腾讯 Q3 新品亮眼。《QQ 飞车》发布首月成功进入全球 iOS 下载和收入双榜前 5 名, 主要得益于其本身的制作质量、十年的 IP 积累以及腾讯的用户优势加成。据极光大数据,《QQ 飞车》18Q1 日活用户约 860 万人, Q2 日活约 420 万人。《我叫 MT4》拥有 MT 系列正版授权, 收到大量 MP 老用户追捧。除《我叫 MT4》外, Q3 进入畅销榜前 10 的新品如《自由幻想》、《万王之王 3D》、《圣斗士星矢》均由腾讯发行, 我们预计 Q3 新品的亮眼表现有望带动腾讯游戏业务回暖。

未上线手游方面,《完美世界》、《剑网 3: 指尖江湖》、《DNF 手游》及《天堂 2: 誓言》均为大 IP 作品, 高流水可期。其中, 同为“天堂”系列 IP 的《天堂 M》已登陆 18Q3 《iOS 和 Google Play 全球热门游戏用户支出榜》第 7 位。同时,《DNF》端游上线十年, 凭借其强大内容、丰富角色、日益完善的参数设等维持用户数与收入持续增长。据 DNF 官方,《DNF》端游近三年活跃用户年均增长 7%, 收入平均增长率为 38%, 预计手游上线后成为新的“现象级产品”, 重现《DNF》热潮。端游方面,《堡垒之夜》出海表现不俗, 据 App Annie,《堡垒之夜》(Fortnite) 位列 18Q3 《iOS 和 Google Play 全球热门游戏用户支出榜》第 9 位。当前腾讯 pipeline 储备的手游中, 有版号的达到 15 款。

图表 59: 2018 年腾讯游戏项目进展及版号情况梳理 (截至 2018 年 10 月 22 日)

游戏名称	游戏类型	IP	版号	取得版号时间	开发团队	上线进展	
代理 手游	已上线						
	奇迹 MU: 觉醒	MMORPG	有	有	2017 年 2 月 4 日	天马时空	已上线, 1 月 3 日
	QQ 炫舞				2017 年 6 月 30 日	永航科技	已上线, 3 月 14 日
	传奇世界 3D 手游	MMORPG	有	有	2017 年 8 月 8 日	盛大网络	已上线, 5 月 30 日
	FIFA 足球世界	SPG 体育竞 技	有	有	2018 年 1 月 11 日	美国艺电公司	已上线, 6 月 6 日
	云裳羽衣	3D 换装	无	有	2017 年 12 月 27 日	西山居	已上线, 6 月 27 日
	我叫 MT4	MMORPG	有	有	2017 年 12 月 27 日	乐动卓越	已上线, 7 月 26 日
	电击文库: 零境交 错	卡牌	有			91Act	已上线, 8 月 7 日
	万王之王 3D	MMORPG	有	有	2018 年 2 月 11 日	祖龙	已上线, 8 月 21 日
	全民冠军足球	策略经营	无			拱顶石游戏	已上线, 9 月 11 日
	红警 OL	SLG	有	有	2016 年 9 月 26 日	有爱互娱	已上线, 10 月 18 日
	未上线						
	侍魂: 胧月传说	动作	有	有	2017 年 12 月 11 日	乐道互动	5 月首测
闹闹天宫	MOBA 竞技	无	有	2018 年 1 月 18 日	蓝港闹闹工作室	9 月 13 日删档测试	
完美世界手游	MMORPG	有	有		完美世界	2018 Q4	
光明勇士	MMORPG	无	有	2017 年 7 月 17 日	盛大起源工作室	10 月 2 日体验测试结束	
云梦四时歌	卡牌	无	有	2018 年 3 月 15 日	完美世界	10 月 8 日品鉴测试结束	
剑侠情缘 2: 剑歌 行	MMORPG	有	有	2017 年 11 月 16 日	西山居	预计 11 月公测	
剑网 3: 指尖江湖	MMORPG	有	有		西山居	预计 19Q1 上线	
龙珠最强之战	3D 动作对战	有	有	2017 年 10 月 16 日	万代南宫梦、巨人网 络	5 月 17 日小规模测试	
极品飞车在线移动 版	赛车竞速类	有	有	2018 年 2 月 5 日	EA 首尔工作室 spearhead	9 月 8 日技术测试	
魂武者	竞技格斗	有	有	2017 年 10 月 9 日	成都余香公司	9 月 14 日删档测试	
地下城与勇士	ARPG	有	有	2017 年 2 月 8 日	Neople	未知	
拉结尔	ARPG	无	有	2017 年 5 月 5 日	Indra	删档计费测试	
我的起源	MMORPG	无			完美世界	2018 年开测	
不可思议之梦蝶	3D 动作解谜	无			队友游戏	2018 年末测试	
权力的游戏: 凛冬 将至	战争策略	有			游族战神工作室	预计 2018 年 8、9 月内测 (尚未测试)	
街霸 OL	卡牌	有			Capcom	预计 11 月开测	
仙境传说 RO: 爱如 初见	MMO	有			欢乐互娱	2018Q4 或 2019 年	
代号: 夏娃	RPG	有			祖龙娱乐	预计 2019 年上线	
剑灵: 誓言	MMORPG	有			韩国网石游戏	预计 2018 年底内测	
乐高®无限	3D 沙盒	有			NextStudio	2018 年开测	
脸黑先生	冒险趣味	有			Amanita Design s.r.o	N/A	
银河掠夺者 2	实施战略	有			谷德游戏	N/A	
进化之地 2	ARPG	有			Shiro Games	N/A	

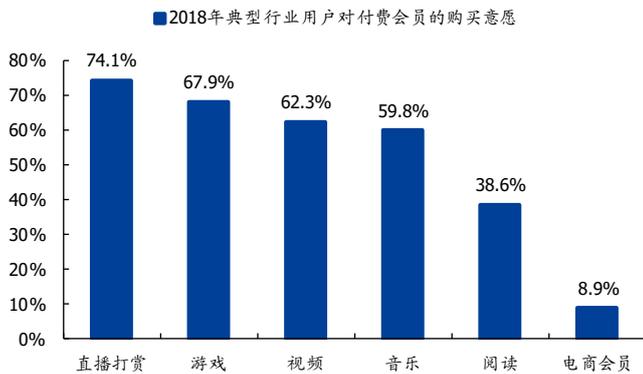
	天堂 2: 誓言	MMORPG	有		Netmarble	4月小规模试玩	
	仙剑奇侠传四	MMORPG	有		西山居	9月10日删档测试	
	使命召唤	ARPG	有		动视暴雪	N/A	
	猎人	动作	有		蓝图游戏	N/A	
	暗黑之书	ARPG	无		银汉科技	N/A	
自研手游	已上线						
	绝地求生: 全军出击	生存竞技	有		天美工作室	已上线, 2月9日	
	绝地求生: 刺激战场	生存竞技	有		光子工作室	已上线, 2月9日	
	QQ华夏	MMORPG	有	有	2017年8月28日	光子工作室	已上线, 3月20日
	自由幻想	MMORPG	有	有	2017年12月11日	光子工作室群	已上线, 7月3日
	圣斗士星矢	卡牌	有	有	2017年10月16日	腾讯	已上线, 8月2日
	斗破苍穹: 斗帝之路	疑似MMORPG	有	有	2016年10月17日	天美工作室	已上线, 9月19日
	未上线						
	一起来捉妖	AR捉妖	无	有	2018年2月11日	腾讯	5月上旬成都测试
	王牌捉妖师	AR捉妖	无	有	2018年2月5日	光子工作室	未知
	妖精的尾巴: 魔导少年	MMORPG	有	有	2017年8月28日	魔方工作室	未知
	雪鹰领主: 英雄本色	MMORPG	有			北极光工作室	5月先锋测试
	狐妖小红娘	MMORPG	有			北极光工作室群	预计秋天上线
火影忍者 OL	卡牌	有			魔方工作室群	预计11月13日发布	
一人之下	动作	有			魔方工作室群	2018年内	
端游	艾兰岛	沙盒	-		Bohemia Interactive	7月内测结束	
	NBA2K ONLINE2	体育	-		腾讯与2K原班	8月2日不限号	
	堡垒之夜	沙盒/FPS	-		Epic Games	8月17日开放测试	
	罗博造造	沙盒	-		Freejam	机甲对战不删档测试	
	手工星球	沙盒	-		腾讯全资子公司藤蔓	18年Q3内测	
	万智牌竞技场	TCG	-		威世智	未知	
	功能游戏	尼山萨满	节奏	-		腾讯	已上线, 7月19日
纳木		生物模拟	-		腾讯	N/A	
电是怎么形成的		物理模拟	-		腾讯	N/A	
子曰诗云		古诗词	-		腾讯	N/A	
代号: 1420		传统文化	-		腾讯	N/A	
微积历险记		微积分	-		Triseum	N/A	
纸境奇缘		打字	-		Fishing Cactus	N/A	
坎巴拉太空计划		航空航天模拟	-		Squad	N/A	
肿瘤医生		医学模拟	-		阿法贝特科技	N/A	

资料来源: 2018 腾讯新闻文创大会, 国盛证券研究所

3. 腾讯内容壁垒有多高？各泛娱乐赛道均为领头羊

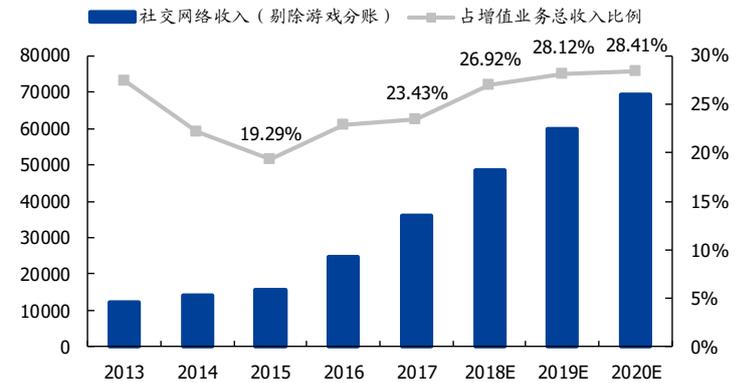
阅读、音乐、视频、直播等内容付费板块均处于高速扩张期，腾讯在各主要数字娱乐赛道已取得领先优势，构筑内容壁垒，为公司中长期增值业务收入增长蓄力。

图表 60: 2018 年 7 月典型行业用户对付费会员的购买意愿 (%)



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 61: 剔除游戏分账后社交网络收入占增值业务总收入比例 (百万元, %)

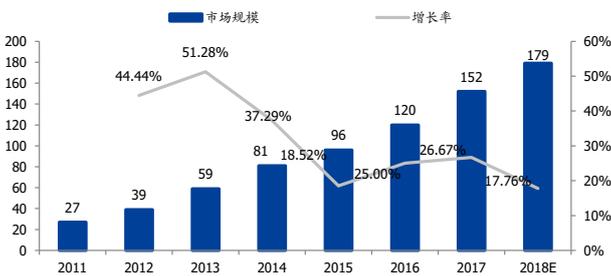


资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

3.1 数字阅读: 阅文平台流量优势大, IP 运营业务增长可期

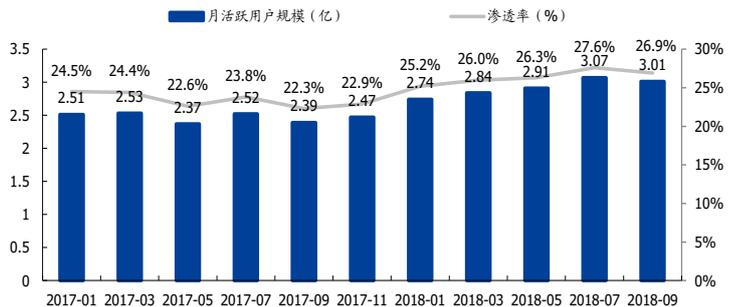
中国音像与数字出版协会发布的《2017 年度数字阅读白皮书》数据显示, 2017 年中国数字阅读市场收入规模达到 152 亿元, 同比增长 26.7%。根据智研咨询预测, 2018 年中国阅读市场规模将达到 179 亿。2017 年以来数字阅读行业用户规模增速放缓, 当前数字阅读主要的增长逻辑是付费指标的提升, 头部平台近年来付费率和单用户付费额度快速增长。阅文集团 2018 H1 的 ARPPU 达到 24.4 元, 对比 2017 年提升 9.4%。

图表 62: 2011-2018 中国数字阅读市场规模及预测 (亿元, %)



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 63: 2017 年 2018 年 9 月移动阅读 APP 行业月活跃用户规模及渗透率



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 64: 阅文和掌阅运营和付费情况

分发能力		2015	2016	2017	2018
阅文集团	月活用户 (万)	11710	16990	19150	21350
	月付费用户 (万)	380	830	1110	1070 (1H18 数据)
	付费率	3.25%	4.89%	5.80%	5.0% (1H18 数据)
	月 ARPPU (元)	17.1	17.4	22.3	24.4 (1H18 数据)
掌阅科技	月活用户 (万)	7088	9363	10400	11000
	月付费用户 (万)	1389	2429	1621 (1Q17 数据)	
	付费率	19.60%	25.94%	15.75% (1Q17 数据)	
	月 ARPPU (元)	3.8	4.2	8.2 (1Q17 数据)	

资料来源: 阅文集团财报, 掌阅科技财报, 国盛证券研究所整理

注: 掌阅科技 2017 年月活用户为年度数据, 月付费用户、付费率和 ARPPU 为 2017Q1 数据

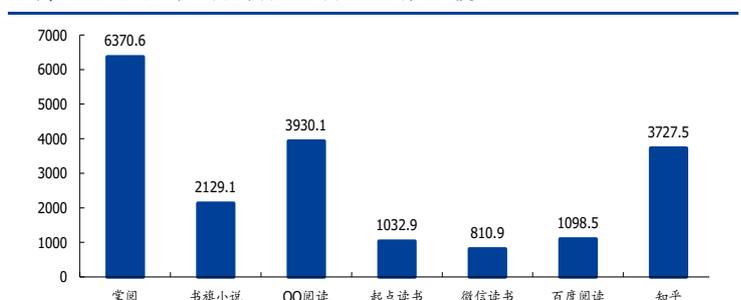
借助流量优势龙头位置稳固。阅文集团的数字阅读渠道包含: 自有平台 (QQ 阅读、起点中文网等)、腾讯自营平台 (微信读书、腾讯新闻等) 以及第三方平台 (百度阅读、小米多看等)。根据 Questmobile 数据显示, 截至 2018 年 9 月, QQ 阅读 MAU 为 3930.1 万, 仅次于掌阅 (6370.6 万); 起点读书、微信读书、百度阅读 MAU 分别为 1032.9 万、810.9 万、1098.5 万。PC 端起点中文网日 UV 达到 112 万人/日 PV 1120 万人, 也是阅文重要的用户来源。

图表 65: 阅文集团三大平台产品情况



资料来源: 阅文集团官网, 国盛证券研究所

图表 66: 2018 年 9 月阅读 APP 月活跃用户规模 (万)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

IP 运营起步, 未来增长可期。阅文集团 IP 运营业务开始起步, 收购新丽传媒后产业链版图将得到有效延伸, 内容制作能力大幅增强。在阅读付费增速放缓背景下, IP 运营业务将为阅文注入长期增长动能。

3.2 长视频: 聚焦用户价值挖掘, 腾讯视频付费用户一梯队登顶

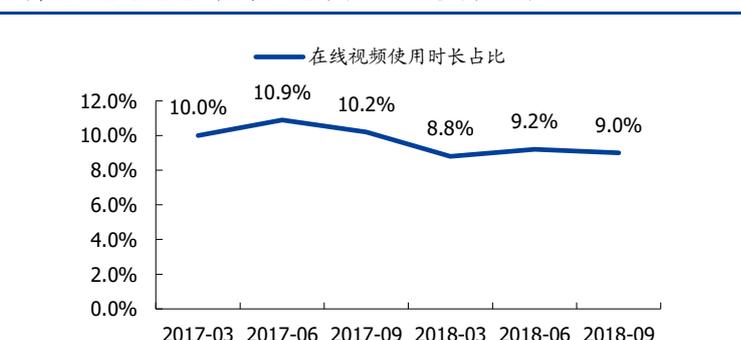
长视频行业用户增长放缓, 使用时长占比回落。根据 Questmobile 统计显示, 2018 年 9 月, 在线视频用户月活跃规模达到 10.6 亿, 同比增 26.1%, 总使用时长为 125.75 小时, 占移动互联网总时长比例为 9%, 同比下降 1.2pct。

图表 67: 2017-2018 在线视频行业月活跃用户规模 (亿人)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 68: 2017-2018 在线视频占移动互联网总时长比例



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

行业马太效应明显，腾讯视频付费指标在第一梯队中脱颖而出。腾讯、爱奇艺、优酷三家视频网站月活用户规模占据市场总规模高达80%以上，三分天下格局基本形成。截至2018年6月，腾讯视频以月活跃用户数5.03亿人，略低于爱奇艺（5.27亿）；视频付费率为14.69%，比爱奇艺高出2.1个百分点。根据eMarketer预计，到2018年底，在抛弃传统媒体渠道而通过订阅流媒体服务观看视频的2.29亿用户中，有24%将选择腾讯视频，而爱奇艺和优酷分别以22.9%，22.0%次之。

图表 69: 2018年6月各平台用户付费用户数/MAU/付费率

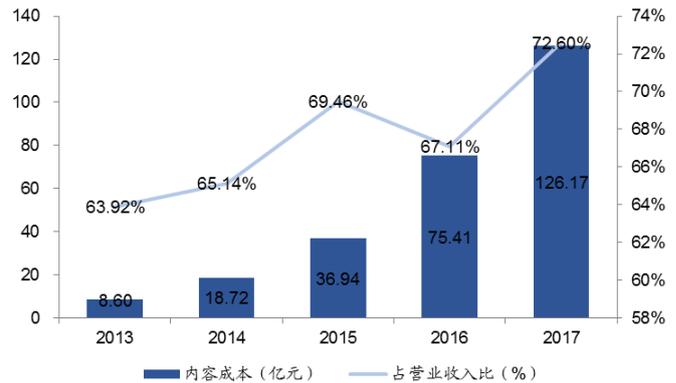
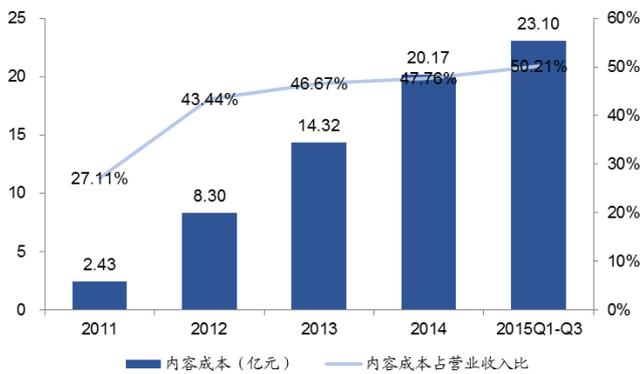
	爱奇艺 (2018年6月)	腾讯视频 (2018年6月)	优酷 (2016年12月)
MAU (万)	52729.5	50371.4	28422
付费用户数 (万)	6620	7400	3000
用户付费率	12.55%	14.69%	10.56%

资料来源: 爱奇艺招股说明书, 腾讯控股财报, 合一集团财报, Questmobile, 国盛证券研究所

BAT的强大资本助推视频网站形成三国鼎力之势，激烈竞争背景下是无可回避的盈利陷阱。2015年优酷和爱奇艺内容成本分别为23/37亿，占收入比例50.21%/69.5%，2017年爱奇艺的内容成本达126亿元，内容占收入比例超70%，在线视频行业的竞争已然变为资本实力的比拼。“内容投入-获取流量-抢占份额”的扩张逻辑使三家视频网站依靠背后BAT的资本在激烈竞争中存活并且壮大，但这也同样推高了影视内容的采购成本，尤其对头部内容的争夺愈加激烈，三家头部视频网站陷入盈利陷阱，2015-2017年爱奇艺亏损26/31/37亿元。

图表 70: 优酷内容成本及其占营收比例

图表 71: 爱奇艺内容成本及其占营收比



资料来源: 合一集团年报, 国盛证券研究所

注: 由于合一集团2015Q4已退市, 2015年只包括前三季度数据

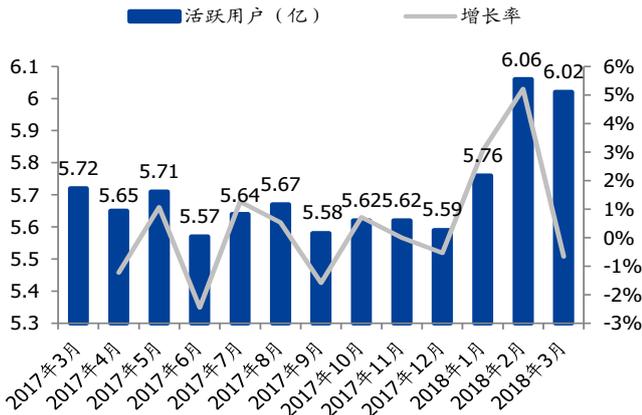
资料来源: 爱奇艺招股书, 百度公告, 国盛证券研究所

注: 2013-2014为百度的内容成本

3.3 数字音乐: 市占率遥遥领先, 变现方式多元杠杆效应显现

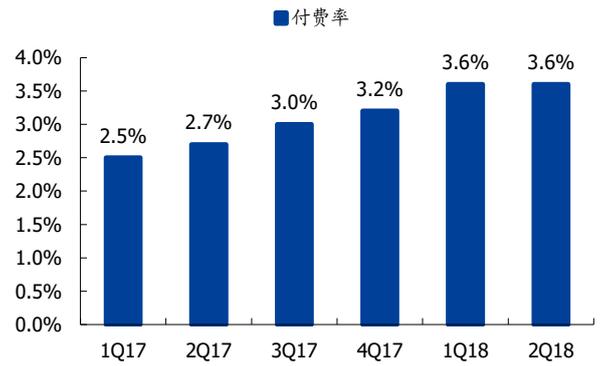
数字音乐付费率仍有较大提升空间。来自易观咨询的数据显示, 截至2018年3月在线音乐APP月活规模6.02亿, 同比上升5.24%, 用户增长缓慢上升。对比美国知名音乐流媒体平台Spotify 2015年26.6%的活跃用户付费率, 当前腾讯在线音乐付费率仅为3.6% (18Q2), 提升空间较大。

图表 72: 2017年3月-2018年3月在线音乐 APP 月活用户规模及增速(人,%)



资料来源: 易观咨询, 国盛证券研究所

图表 73: 1Q17-2Q18 腾讯音乐付费率变化情况

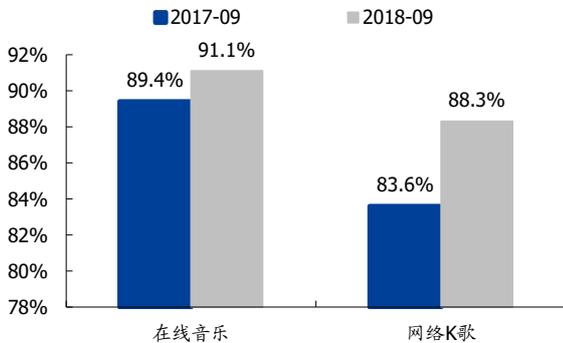


资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

变现方式多元, 腾讯音乐矩阵稳居市场头名, 收入高增下内容成本有望摊薄。腾讯音乐业务主要分成四大板块: 音乐流媒体 (QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐)、演艺直播 (酷狗直播、酷我繁星)、音乐人社区 (全民 K 歌、5SING、腾讯音乐人计划) 以及向 B 端企业提供版权等。直播、K 歌等打赏带来的社交娱乐收入占比超过 7 成, 高效的变现模式能够有效摊薄歌曲版权等内容成本, 2016/2017/2018H1 腾讯音乐成本率为 71.7%、65.3%、59.6%, 杠杆效应显现。

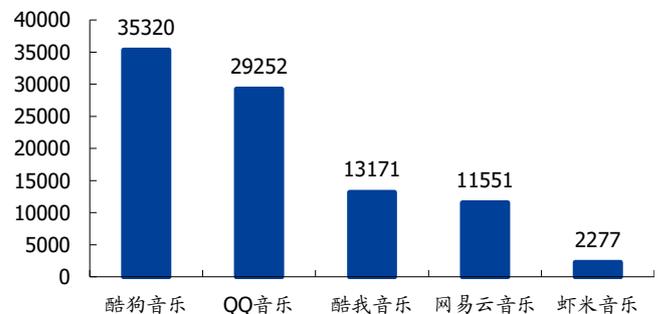
根据 Questmobile 数据显示, 18 年 9 月在网络 K 歌和在线音乐领域腾讯音乐的用户份额占比均超过 88%。酷狗音乐、QQ 音乐、酷我音乐月活用户规模位居市场前三 (2018 年 7 月)。

图表 74: 2017-2018 在线音乐、网络 K 歌中腾讯音乐的用户份额变化



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 75: 2018 年 7 月 TOP5 在线音乐 APP 月活跃用户规模 (万)

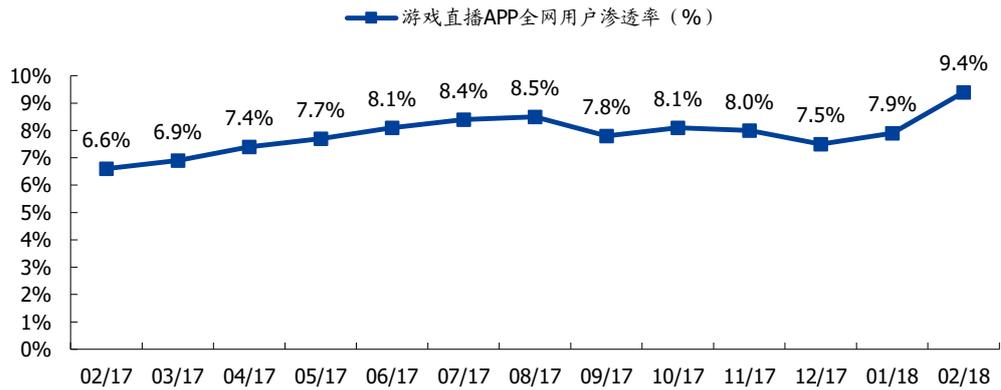


资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

3.4 游戏直播: 行业景气度上行, 投资龙头抢占赛道

游戏直播渗透率不断提高, 日活跃用户保持快速增长趋势。根据 Questmobile 数据显示, 2018 年 2 月中国在线直播 APP 渗透率达到 21.4%, 同比提高 1.6 个百分点, 对应用户规模增长 10.19% (2.06 亿提升至 2.27 亿)。易观的数据显示 2017 年游戏直播平台 TOP 8 年均日活增速均在 10% 以上, 增长较快的企鹅电竞、虎牙直播、战旗直播日活增速超过 20%。

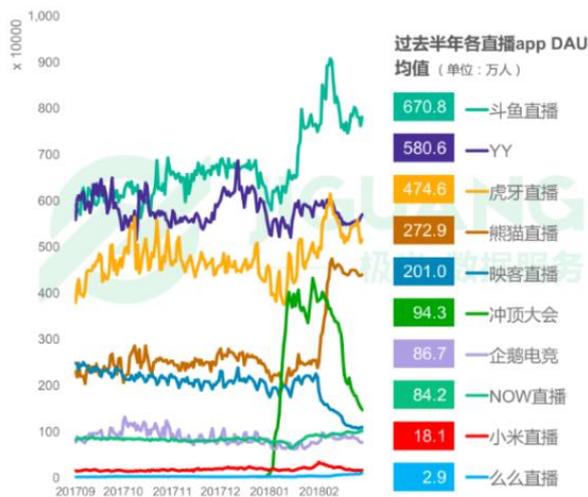
图表 76: 2017年2月-2018年2月游戏直播APP渗透率变化趋势 (%)



资料来源: 极光大数据, 国盛证券研究所

斗鱼、虎牙集中度提升明显, 直播行业中游戏直播平台占领 TOP 2, TOP 5 中游戏直播占到 3 席。来自极光大数据的监测显示, 斗鱼、虎牙自 2017 年 2 月至 2018 年 2 月渗透率有较大幅度提高, 超越 YY 成为全网渗透率最高的两大直播 APP。而熊猫直播、企鹅电竞等游戏直播平台渗透率和 DAU 也有明显提升, 直播行业 TOP 5 中游戏直播平台占到 3 席, 且仍保持上升趋势。

图表 77: 2017年9月-2018年2月直播APP DAU 变化及均值 (万人)



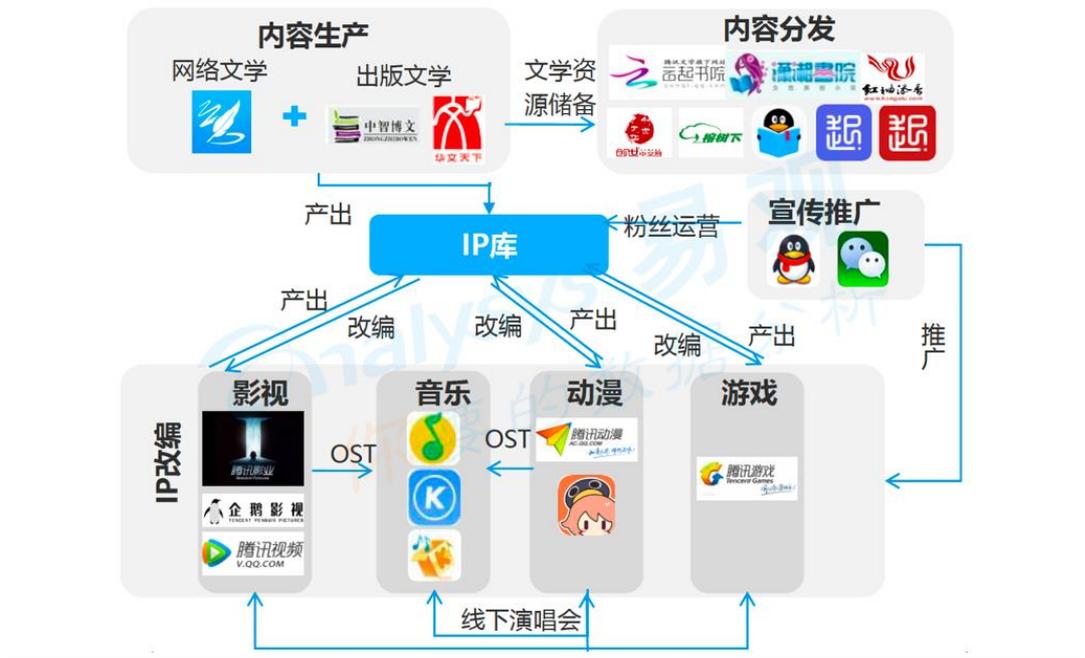
资料来源: 极光大数据, 国盛证券研究所

腾讯战略投资两大巨头, 占领制高点把控行业大局。2018 年 3 月, 腾讯以 6.3 亿、4.6 亿美元 (持股 34.6%) 分别投资斗鱼和虎牙, 牢牢把握游戏直播赛道。值得注意的是, 腾讯拥有虎牙的股权优先购买权, 前者在后者上市之后的第二年到第三年之间, 可以以公开市场价格继续收购虎牙股权至 50.1%。

3.5 各赛道联动发力, 多维度打造互联网泛娱乐闭环

从内容生产到分发变现形成闭环, 腾讯泛娱乐 IP 产业链轮廓清晰。以 IP 为引, 实现文学、动漫、影视、游戏、音乐等多个领域的联动, 塑造用户生态闭环, 构建一个泛娱乐产业新生态。其中文学既可以为 IP 库积累丰富的原创资源, 又能通过内容付费、广告等进行变现。受益于庞大的 IP 库基础, 影视、音乐、动漫、游戏得到强大的 IP 加持, 并实现 IP 影响力和货币化能力的放大, 并最终反哺整个产业链。在这个过程中, 腾讯通过微信/QQ 社交平台使得产品分发和粉丝运营更加高效。

图表 78: 腾讯泛娱乐 IP 运营模式



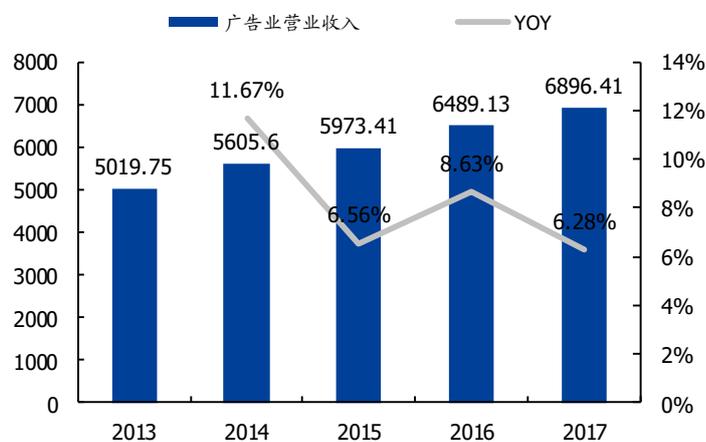
资料来源: 易观智库, 国盛证券研究所

4. 腾讯广告变现空间多大? 中期增长引擎, 远期空间有限

4.1 行业: 互联网广告规模逆势增长, 腾讯广告份额不断提升

国内广告市场增速放缓, 传统媒体广告负增长为互联网广告让出市场空间。中国整体广告市场规模增速放缓, 根据国家市场监督管理总局披露的数据, 2017年我国广告经营额为 6896.4 亿元, 同增 6.28%, 与同期 GDP 6.9% 的增速基本持平。具体而言, 广告行业可分为媒体服务和非媒体服务两大子板块。媒体服务类中, 电视台、广播电台、报社、期刊社四大传统媒体的广告经营额共 1785 亿元, 已连续三年负增长。传统媒体广告衰落为互联网媒体广告规模持续扩张让出市场份额。

图表 79: 中国广告市场规模及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

市场规模上,2017年互联网广告市场规模约3828.7亿元,近5年复合增速36.42%。据艾瑞咨询预测,2018年互联网广告市场规模将同增29.8%,规模可达4970.7亿元。2018-2020年,互联网广告市场规模增速将有所放缓,18-20年复合增速约24.07%。2017年,互联网广告投放额占中国广告市场比重为54.4%,占到半壁江山,约为传统媒体广告的2倍。从各媒介广告刊例收入增长情况可以看到,互联网广告、电梯广告近两年依然保持着较高增速。在广告市场增速放缓的前提下,互联网广告凭借用户时长增长+精准投放两大优势,有望不断抢占传统媒体广告市场,并维持广告增量驱动主力的地位。

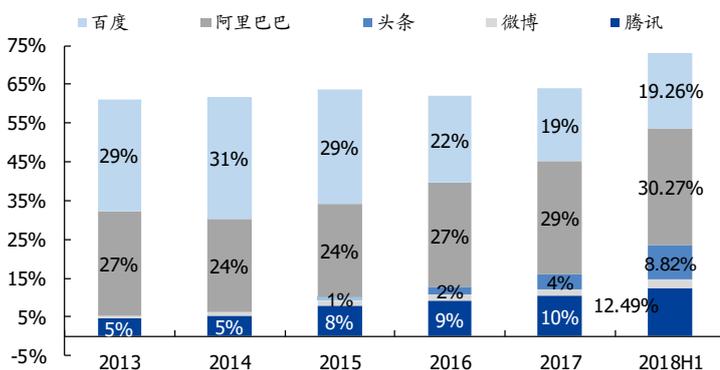
图表 80: 中国互联网广告市场规模及同比推移 (亿元, %)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

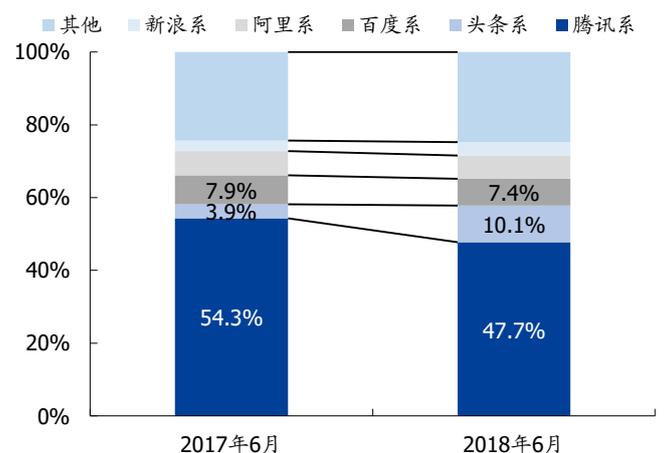
竞争格局上, BAT 占比约 62%, 腾讯头条侵占百度份额趋势明显。根据我们测算, 18H1 互联网广告 CR5 为 73%, 对比 2017 年数据提升 9 个百分点。其中 BAT 作为 CR3 广告收入共计 1231 亿元, 占比达 62%, 而腾讯的单独占比约 12.5%, 剔除整个广告市场与腾讯无关的电商+搜索广告大约 50%, 腾讯的占比依然偏低, 后续空间大。从各巨头细分份额来看, 百度市场份额下降趋势明显, 阿里、腾讯均呈上升趋势, 主要由于 2013 年以来, 互联网用户完成从 PC 端向移动端的转移, 移动网络广告市场规模不断扩大, 百度流量优势集中在 PC 端转换速度慢; 腾讯、阿里通过微信+QQ、淘宝迅速将流量导入移动端。

图表 81: 2013-18H1 部分主要互联网平台广告收入占互联网广告比重 (%)



资料来源: 各公司财报, 艾瑞咨询, 前瞻性产业研究院, 国盛证券研究所

图表 82: 2018 年 6 月移动互联网巨头移动 App 总时长占比

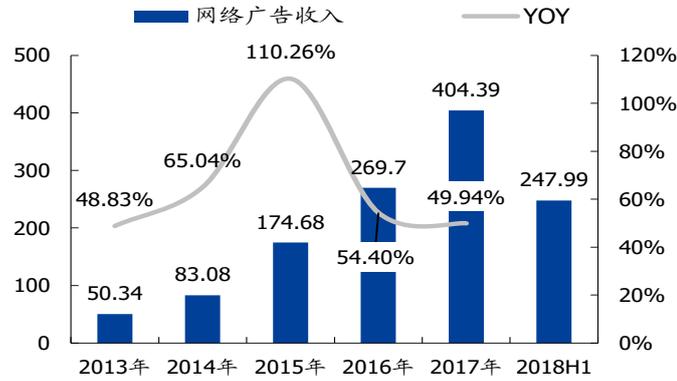


资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

4.2 内生增长+行业趋势双轮驱动, 迅猛增长势头或将保持

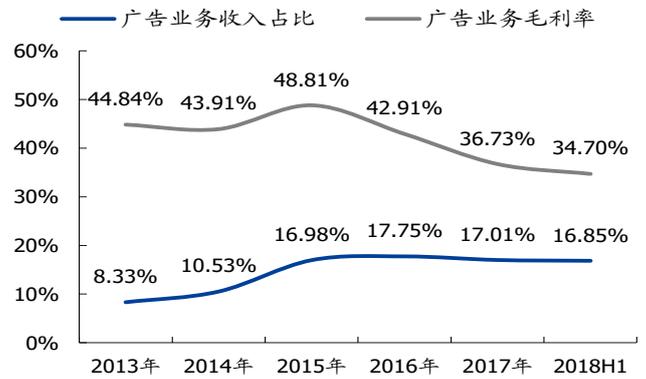
腾讯的广告业务仍处于起步阶段，高增速可期。2013年起，腾讯广告业务收入高速增长，收入占比不断提高。2015年，公司广告业务收入增速达110.26%，受收入基数已经较高及新崛起者（微博、头条）影响，广告收入增速放缓。2017年及18H1，腾讯分别实现广告收入404.39亿元及247.99亿元，分别占营收17.01%及16.85%。考虑上半年通常为广告淡季，2018全年广告收入占比或进一步提升。但是，腾讯广告体量与国际互联网巨头Google、Facebook以及国内竞争对手阿里和百度相比仍然比较低。腾讯ARPU为\$1.69（FB ARPU\$21.19），单用户价值较低，提升空间广阔。

图表 83: 2013--18H1 腾讯广告业务收入及增速 (单位: 亿元)



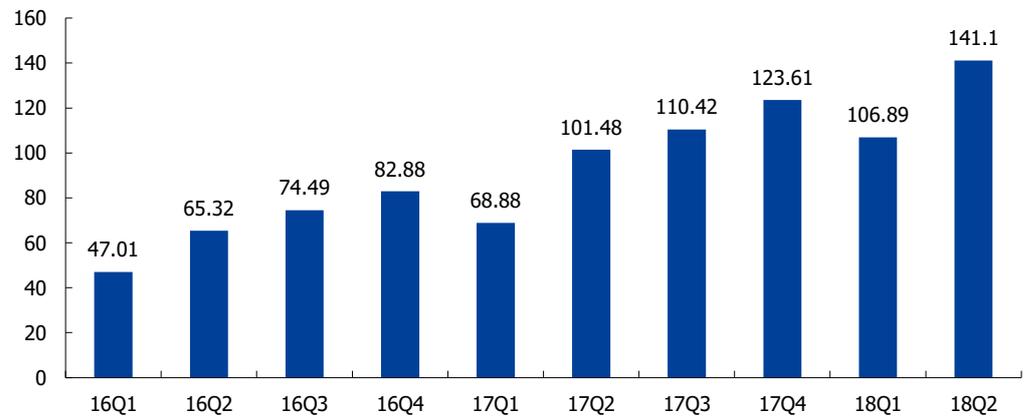
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 84: 2013年~2017年及2018H1 腾讯广告收入占比及毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 85: 2016年~2017年及2018Q1、2018Q2 分季度广告收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

社交+媒体广告品类丰富，满足头部+长尾广告主需求。腾讯社交广告平台包括微信（朋友圈+公众号+小程序）、QQ（手机QQ+QQ空间信息流）、QQ浏览器、腾讯联盟及应用宝媒体广告平台等。据腾讯官方，截至18H1，微信MAU达10.6亿，QQ MAU达8.03亿。腾讯媒体广告包括腾讯新闻、天天快报及腾讯视频等，主要受益于腾讯视频等移动端媒体平台收入，视频平台增长强劲，优质内容吸引用户并贡献广告收入（受益于热播连续剧，如《那年花开月正圆》）及自制综艺节目如《创造101》。在强劲的广告需求与进一步扩张的头部及长尾广告主的推动下，微信朋友圈的广告加载率不断提升。

图表 86: 腾讯媒体广告及社交广告平台一览



资料来源: 腾讯投资者报告, 国盛证券研究所

社交广告从长期战略出发, 注重用户体验, 核心产品广告位开放保持克制。从腾讯社交产品广告位开放情况看, 对于公司核心战略产品(微信+QQ), 公司广告位开放保持克制, 微信仅开放朋友圈、公众号两处入口, QQ空间与客户端也仅开放信息流广告位, 没有开放开屏广告、横屏广告、搜索直达等广告形式, 说明公司从长期战略高度出发, 注重用户体验与留存度, 不以短期业绩表现换取长期生存空间。同时, 由于核心产品广告位开放少, 竞争激烈, 有利于广告位价格维持高位。

图表 87: 腾讯社交广告产品类型

开放平台	广告产品
微信朋友圈	常规广告、基础式卡片广告、选择式卡片广告、投票式卡片广告
微信公众号	公众号图片广告、公众号图文广告、公众号卡片广告
微信小程序	小程序 banner 广告、小游戏激励广告
QQ 空间第三条广告位	品牌卡片广告、视频故事广告、随心互动广告(图片)、全景交互广告
QQ 空间第七条广告位	多图轮播广告、图文广告、随心互动广告(图片)、本地广告
QQ 空间沉浸视频流	视频广告、随播图文广告
QQ 空间桌面端广告	个人中心广告位(右上角热词、右上角 banner、左下角擎天柱)、好友动态信息流广告
QQ 客户端	QQ 看点信息流广告、购物号广告、QQ 天气广告、兴趣部落文章底部信息流广告、“附近的人”广告
腾讯联盟	原生广告、开屏广告、插屏广告、横幅广告
QQ 浏览器	信息流广告、文章底部广告、浮层视频广告、搜索直达广告、视频暂停大图

资料来源: 腾讯社交广告营销平台, 国盛证券研究所

腾讯注重精品原创内容投入, 将为视频广告收入带来有力增长。同时腾讯关注迅速发展的信息流广告市场, 为进一步提高市场份额做准备。腾讯计划通过“企鹅号”打造优质内容分发平台, 旨在提高新闻资讯信息流的商业发现价值。“企鹅号”服务于图文资讯和短视频的创作者, 实现一点接入, 同步在多个平台分发, 并根据不同平台的特点, 进行个性化推荐, 帮助内容获得更多的曝光机会以及更好的广告流量发现价值。接入的平台包括微信看一看、QQ 看点、腾讯新闻、QQ 浏览器、腾讯视频等用户规模超过 1 亿的流量平台, 计划 18 年投入 100 亿作为内容的投资, 或将提高腾讯在信息流广告市场的竞争力, 进一步挖掘广告变现潜力。

4.3 微信朋友圈广告能直接对标 Facebook 吗?

4.3.1 公众号阅读率下降，朋友圈下沉式增长，小程序带来增量

A. 公众号：广告位丰富，但阅读量有所下滑

公众号文章开放底部、中部、贴片三种广告位，提供互选形式。公众号广告基于微信公众平台生态，以原生内容形式在包括文章底部、中部、互选广告和视频贴片等四个广告资源位展示广告内容，支持广告主推产品品牌活动、商品、移动应用、公众号、小游戏及派发优惠券等，提供按照年龄、性别、手机相关信息（品牌型号、手机系统、联网环境）、婚恋情况、最高学历、兴趣标签（商业/APP）、LBS、再营销、媒体类型属性定向等人群定向支持。

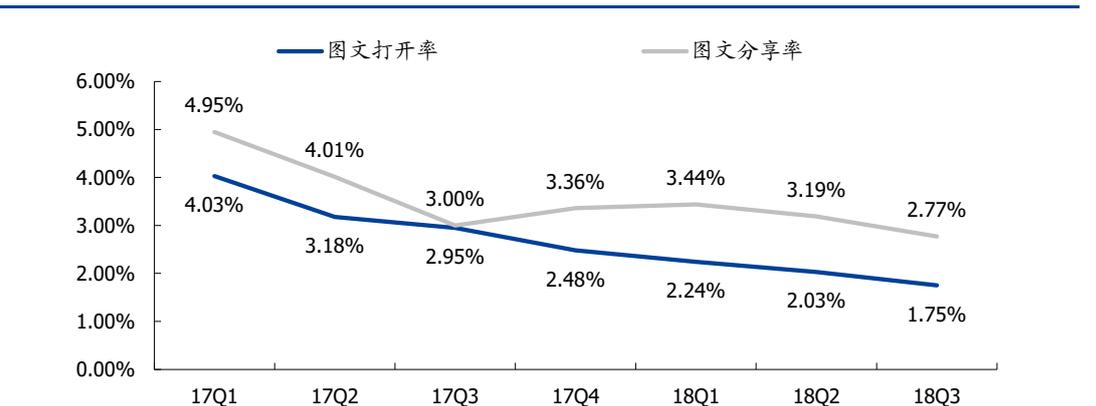
图表 88: 微信公众号广告位展示



资料来源：微信广告助手，国盛证券研究所

改版难改打开率下滑趋势，收入增长空间受限。据第三方机构侯斯特统计，自 2017 年 Q1 至 2018 年 Q3，微信公众号图文打开率下滑趋势明显，已由 17Q1 的 4.03% 跌至 18Q3 的 1.75%；图文分享率也呈下滑趋势，由 17Q1 的 4.95% 下滑至 18Q3 的 2.77%。尽管微信在 2018 年 6 月对公众号改版（列表式改为信息流式）并降低公众号开通门槛以开放更多广告位，但由于自媒体内容质量有限，且受其他平台冲击（今日头条、抖音、快手等）等原因，公众号打开率及分享率仍不断下滑。随着新兴内容平台崛起及用户移动应用碎片化趋势显著，公众号吸引流量能力减弱，增长空间受限。

图表 89: 17Q1~18Q3 微信公众号图文打开率与图文分享率变化趋势



资料来源：侯斯特公众号监测平台，国盛证券研究所

B. 朋友圈：原生广告接受度高，三线城市以下空间广阔

朋友圈广告以类似朋友原创内容形式出现，支持用户点赞、评论等形式互动。朋友圈广告支持曝光排期购买及曝光竞价购买两种方式，按核心（北京、上海）、重点城市及其他城市地域层级定价，目前开放 28 个一级行业类目。据 CNNIC 的调研数据，超过 2/3 的用户不反感朋友圈广告，因此广告主对朋友圈广告需求旺盛，核心城市广告位出售率达

100%，三线及以下城市填充率较低，空间广阔，随着互联网核心用户基本饱和，三线以下城市下沉或成为朋友圈广告新增长点。

图表 90: 微信朋友圈信息流广告展示



资料来源: 微信广告助手, 国盛证券研究所

C. 小程序: 18年开放广告位, 增长迅猛, 模式可对标公众号

小程序 18 年新开广告位, 内含小游戏广告位, 尚处于探索期。小程序广告位包括小程序 Banner 广告及小游戏激励式广告, 在小程序页面内, 由小程序流量主决定实际播放位, 流量场景丰富多样, 目前开放 32 个一级行业类目。小程序 Banner 广告根据小程序特点灵活展现, 通常位于文章页-文章末尾、详情页-页面底部、信息流-信息流顶部或信息流之间。小游戏广告支持视频素材, 流量主结合不同小游戏特点, 与游戏情节及玩法深度结合的互动广告形式, 并通过激励 (金币奖励、道具体验、观看复活等) 引导用户查看广告, 用户接受度高。

图表 91: 微信小程序广告展示



资料来源: 微信广告助手, 国盛证券研究所

小程序月活高增涨, 广告模式对标公众号或迎高增。18 年小程序迎来用户高峰, 小程序以工具型为主, 用户“用后即走”现象严重, 流量大但用户粘性较低。小程序广告变现可对标公众号, 在各个位置添加广告带来新增量。小游戏方面, 采用激励式广告内置游戏中, 用户主动接受广告到达率较高。目前小程序广告仍处于探索期, 由于基数小增速较高, 未来收入或超越公众号。

4.3.2 微信难对标 FB: 社交倾向与媒体倾向的差异导致朋友圈 Adload 天花板较低

Facebook 应用提供社交网络服务，并衍生为社会化媒体。Facebook 功能类似与人人网类似，用户注册后可以创建个人账号，并在 Facebook 上发表文字、图片、视频等消息。用户可以添加其他用户为好友，好友动态以信息流形式出现在用户个人主页上。Facebook 发展初期为强关系链平台，用户添加身边好友，后期发展为具有社会化媒体倾向平台，用户可在平台上关注名人、杂志、媒体等，功能类似微博。

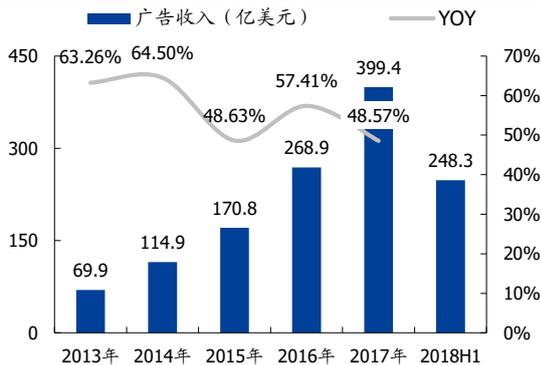
图表 92: Facebook 移动端信息流界面展示



资料来源: 网络图片, 国盛证券研究所

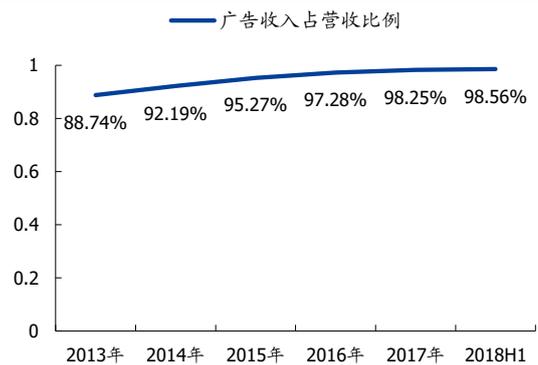
Facebook 广告变现模式成熟增长迅速。FB 社交产品矩阵以 Facebook 为核心，还包括即时通讯产品 WhatsApp、Messenger 及图片社交产品 Instagram。FB 的收入来源主要为广告，2013 至 2018H1，FB 广告收入占营收比重不断提高，18H1 广告业务收入占比达 98.56%。FB 对广告变现依赖极强，广告收入连年增长，三年复合增速 41.72%（腾讯 51.70%），变现模式成熟。

图表 93: 2013-18H1 Facebook 广告业务收入及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 94: 2013-18H1 Facebook 广告收入占营收比例变化趋势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

由于 Facebook 并非即时通讯平台，我们讨论微信与 Facebook 广告收入对标时，主要讨论 Facebook 信息流与微信朋友圈广告收入对标。我们认为，Facebook 信息流与朋友圈不能直接对标，主要由于：

A. 产品属性不同：微信强社交属性 vs Facebook 社交+媒体属性

朋友圈是社交属性信息流，Facebook 兼具媒体属性信息流。微信朋友圈具有强关系链特点，是典型的熟人社交。而 Facebook 信息流除具有社交属性外，还具有媒体属性，

二者产品属性存在本质差异。具体表现在，朋友圈作为强社交关系产品，信息流中内容创作者是用户的熟人圈子，是双向互动关系；而 Facebook 除熟人的互动关系外，用户可以选择关注名人、杂志等头部用户，是单向关系，普通用户接受头部用户消息但很难形成双向互动（类似微博），因此兼具较强的媒体属性。

产品属性不同导致：1) Ad Load 天花板不同：媒体信息流 Ad Load 上限高于社交信息流。从用户心理出发，媒体信息流类似公共领域（所有用户都可以选择关注任何用户），而社交信息流类似私有领域（用户只能与其社交关系建立联系）。广告对偏向私有领域的社交信息流用户体验影响明显大于媒体信息流，因此 Facebook 的 Ad Load 上限高于朋友圈。**2) 人均 Feeds 数差异大：社交信息流人均 Feeds 数偏低。**从内容数量出发，社交信息流内容来自其他普通用户，创作质量及创作数量有限，内容对用户的吸引力低于 PGC+PUGC 聚集的媒体信息流，因此 朋友圈人均 Feeds 数低于 Facebook。

图表 95: 当前全球各主要广告媒体平台 Adload

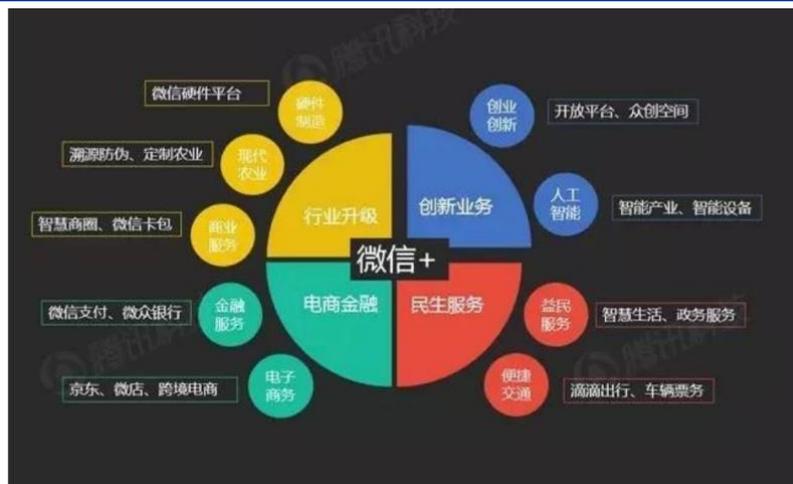
公司	MAU (亿)	Adload
Facebook	20	15%
Twitter	3.3	
微博	3.9	25%
抖音	3	20%
微信	10	5%
QQ	7	20%

资料来源：国盛证券研究所

B. 公司战略布局不同：腾讯生态完善 vs Facebook 专注社交平台

微信在战略层面具有连接一切的工具价值，侵蚀广告变现价值。随着用户规模扩大，微信在腾讯生态中逐渐成为具有连接一切功能的连接工具，将微信用户与腾讯其他服务相连接，实现导流，具有极强的工具价值。而 Facebook 及旗下产品均专注社交，产品间相互引流范围局限于社交领域，自身作为工具的价值较低，而广告媒介平台的价值更高。以游戏为例，微信与腾讯游戏联运侵蚀其游戏推广收入，而 Facebook 产品矩阵中没有游戏产品，使游戏广告价值全部得以变现。

图表 96: 微信在腾讯生态布局中具有连接器的工具价值



资料来源：企鹅智酷，国盛证券研究所

图表 97: Facebook 内部导流作用有限

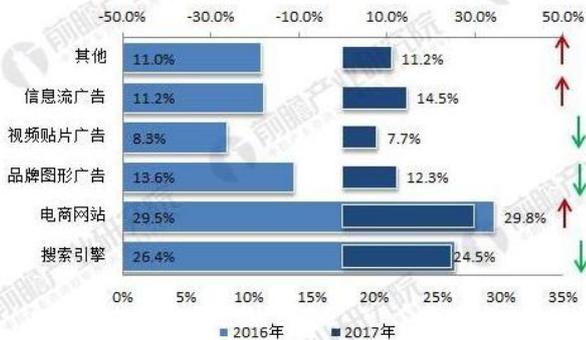


资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

C. 单用户价值不同: 中国单用户价值显著低于美国

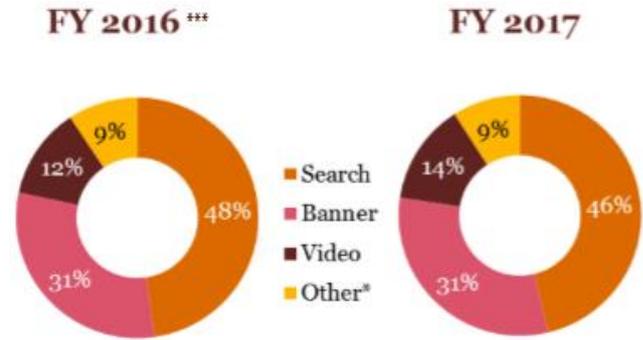
从广告种类看, 中国互联网广告形式分散程度高于美国。据前瞻产业研究院数据, 我国网络形式广告种类较多且形式分散, 2017 年我国占比最高的广告形式电商网站广告市场份额为 29.8%, 搜索引擎广告占比为 24.5%。对比美国 2017 年数据, 占比最高的搜索网站广告市场份额高达 46%, 广告形式相对集中。因此, 我国互联网用户注意力更分散, 广告价值也相应分散于不同媒介形式, 单一用户对单一平台产生的价值较低。从人均收入角度看, 我国居民人均可支配收入远低于美国。居民人均可支配收入低直接说明微信单用户所产生价值不能直接对标 Facebook。

图表 98: 2016 年~2017 年中国不同形式网络广告占比



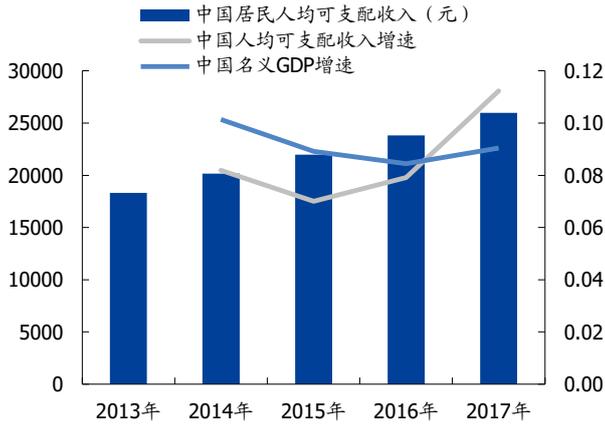
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 99: 2016 年~2017 年美国不同形式网络广告占比



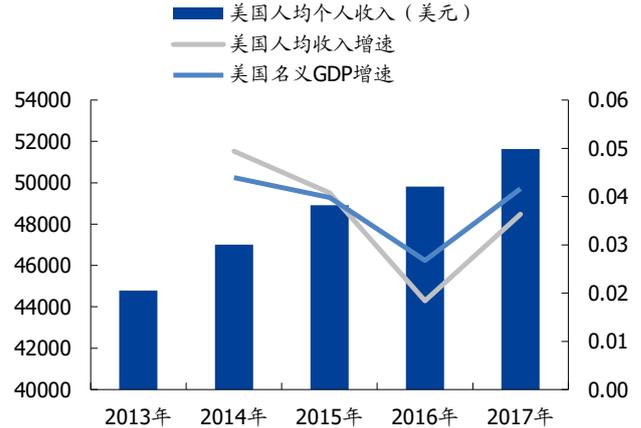
*注: 其他分类 (Other) 包括分类广告、销售线索广告及有声广告
资料来源: PWC, 国盛证券研究所

图表 100: 2013年~2017年中国居民人均可支配收入(元/年)



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

图表 101: 2016年~2017年美国人均个人收入(美元/年)



资料来源: PWC, 国盛证券研究所

4.4 腾讯广告核心业务收入测算

4.4.1 微信朋友圈+QQ 信息流

微信朋友圈与 QQ 空间信息流同属信息流产品。广告收入按用户数、Ad Load、人均 Feeds 数、CPM 及期限测算。

- 1) 用户数量: 微信日活用户月 7.2 亿人, QQ 月活用户 8 亿人, QQ 空间使用比例约 77%, 微信朋友圈使用比例约 80%。
- 2) Ad Load: QQ 移动端 Feeds 包括 QQ 空间与移动端 Feeds, 与 Facebook 原理相同, 媒体属性较强, 因此 Ad Load 空间较大, 预测约 20%。而朋友圈社交属性强, Ad Load 低, 预测约为 4%。
- 3) 单价方面: QQ 采取竞价 CPM、合约 CPM 及竞价 CPC 方式, 起投价约为 40 元/CPM (沉浸视频流起投价为 15 元/CPM), 朋友圈则根据投放广告地域不同将广告分为核心城市 (北京、上海), 重点城市与其他城市, 根据微信用户地域分布推测平均 CPM 约为 80 元。

图表 102: 朋友圈信息流广告售卖策略

购买方式	售卖门槛	售卖定价	排期时间范围
按曝光排期购买	单次广告投放 预算 5 万起	外层视频 (图片) 创意: 核心城市*: 180 (150) 元/千次曝光; 重点城市**: 120 (100) 元/千次曝光; 其他城市: 60 (50) 元/千次曝光。	投放开始时间: 未来 1~28 自然日; 投放持续时间: 12 小时~5 自然日
按曝光竞价购买	每日广告预算 1000 起	按千次曝光出价, 最低出价由地域决定。 核心城市: 100~300 元/千次曝光; 重点城市: 60~200 元/千次曝光; 其他城市: 30~200 元/千次曝光	投放开始时间: 最早开始时间当日; 投放持续时间: 6 小时~30 自然日

*注: 核心城市: 包含北京和上海。

**注: 重点城市: 包含广州、成都、深圳、杭州、武汉、苏州、重庆、南京、天津、西安、沈阳、长沙、青岛、宁波、郑州、大连、厦门、济南、哈尔滨、福州等 20 个高活跃城市。

资料来源: 微信广告助手, 国盛证券研究所

综合以上因素, 测得微信朋友圈每人每日接受 2 条广告的情况下, 市场空间约 157 亿元。QQ 广告市场空间约 41 亿元。

4.4.2 微信公众号

微信公众号广告位位于文章内部，需要用户打开才能实现广告转化。因此，微信公众号广告收入与微信图文数量、微信图文打开率及广告价格有关。根据 2018 年图文打开率趋势及公众号广告位价格，测得**微信公众号市场空间约 56 亿元**。

图表 103: 微信公众号广告售卖策略

购买方式	广告位	售卖门槛	售卖定价	排期时间范围
按曝光排期购买	公众号文章底部	单次广告投放 预算 1000 起	外层视频（图片）创意： 核心城市*：40（35）元/千次曝光； 重点城市**：35（30）元/千次曝光； 其他城市：30（25）元/千次曝光。	投放开始时间：未来 1~28 自然日； 投放持续时间：12 小时~不限
按曝光排期购买	公众号文章视频贴片	单次广告投放 预算 1000 起	核心城市：25 元/千次曝光； 重点城市：20 元/千次曝光； 其他城市：15 元/千次曝光	投放开始时间：未来 1~28 自然日； 投放持续时间：12 小时~不限
按曝光竞价购买	公众号文章视频贴片	每日广告预算 200 起	按千次曝光出价，最低出价 10 元/千次曝光。	投放开始时间：最早开始时间当日； 投放持续时间：12 小时~不限
按点击竞价购买	公众号文章底部	每日广告预算 50 起	按每次点击出价，最低出价 0.5 元。	投放开始时间：最早开始时间当日； 投放持续时间：12 小时~不限
按点击竞价购买	公众号文章中 部	每日广告预算 50 起	按每次点击出价，最低出价 0.5 元。	投放开始时间：最早开始时间当日； 投放持续时间：12 小时~不限
按单篇文章购买	互选广告按文章收费，文章价格由流量主自主决定。			

*注：核心城市：包含北京和上海。

**注：重点城市：包含广州、成都、深圳、杭州、武汉、苏州、重庆、南京、天津、西安、沈阳、长沙、青岛、宁波、郑州、大连、厦门、济南、哈尔滨、福州等 20 个高活跃城市。

资料来源：微信广告助手，国盛证券研究所

4.4.3 微信小程序

微信小程序日活约 3 亿，包括小游戏及普通小程序两种。考虑小程序工具类属性强，因此展示效率（展示次数=月活*展示效率）与平均 CPM 均低于小游戏。假设小程序平均 CPM 为 25 元/千次，小程序总体展示效率为 1，则小程序广告月流水为 2.3 亿元，**小程序广告年化流水 27 亿**，如果考虑到小游戏本身月活的快速上涨以及其他广告变现方式，广告流水收入会更高。

图表 104: 朋友圈信息流广告售卖策略

购买方式	广告位	售卖门槛	售卖定价	排期时间范围
按曝光竞价购买	小游戏激励式广告	每日广告预算 1000 起	按千次曝光出价，最低出价由地域决定。 核心城市*：50~200 元/千次曝光； 重点城市**：40~200 元/千次曝光； 其他城市：30~200 元/千次曝光。	投放开始时间：最早开始时间当日； 投放持续时间：12 小时~不限
按点击竞价购买	小程序广告	每日广告预算 50 起	按每次点击出价，最低出价 0.5 元。	投放开始时间：最早开始时间当日； 投放持续时间：12 小时~不限

*注：核心城市：包含北京和上海。

**注：重点城市：包含广州、成都、深圳、杭州、武汉、苏州、重庆、南京、天津、西安、沈阳、长沙、青岛、宁波、郑州、大连、厦门、济南、哈尔滨、福州等 20 个高活跃城市。

资料来源：微信广告助手，国盛证券研究所

综合微信、QQ 已测得广告市场空间，并假设其他应用广告按比例平稳变化，测算**2018 年腾讯广告业务市场空间约为 589 亿元**。

图表 105: 2018 年腾讯广告业务市场空间测算

广告类型	应用平台	广告收入
社交广告	微信朋友圈	157
	微信公众号	56
	微信小程序	27
	QQ 信息流	41
	移动联盟、应用宝、浏览器	77
	PC 端	9
	媒体广告交叉	27
社交广告合计		394
媒体广告合计	天天快报、腾讯视频、腾讯新闻	195
广告业务总计		589

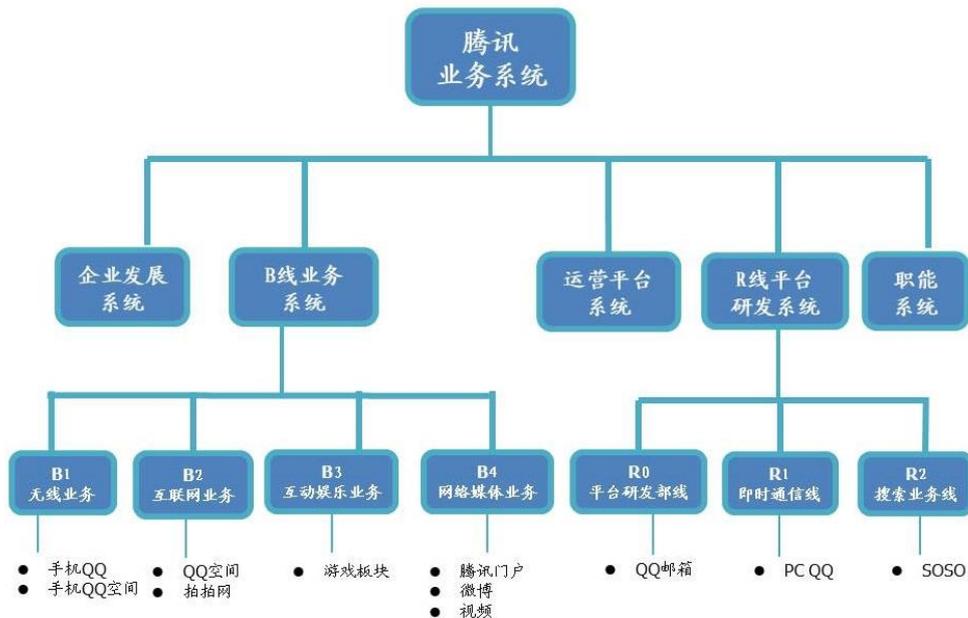
资料来源: 国盛证券研究所

5. 腾讯 B 端布局前景如何? 积极改革, 但道阻且长

5.1 架构调整: 三次组织变革, To-C 巨头向 B 端转身

2005 年腾讯第一次架构调整, 将传统的职能型架构改为事业部制, 实现多元化战略需求。此次变革的总体架构分为企业发展系统、B 线业务系统、运营平台系统、R 线平台研发系统以及职能系统。B 线和 R 线下设不同的业务单元, 可根据开发环境快速调整。同时, 不同业务独立发展, 力求最大化优化产品, 抓住风口拓展市场。但是, 由于不同业务单元下的产品内容相互交叉, 部门之间竞争大于合作, 内部沟通协调消耗掉公司大量精力, 产品的用户体验无人问津。事业部制逐渐无法适应即将到来的移动互联网时代。

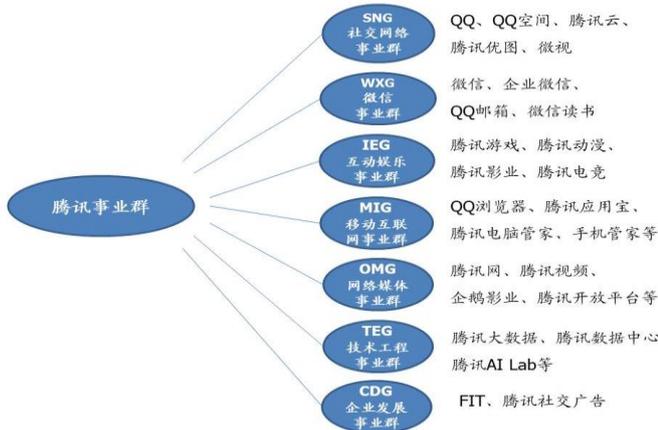
图表 106: 2005 年腾讯业务系统



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

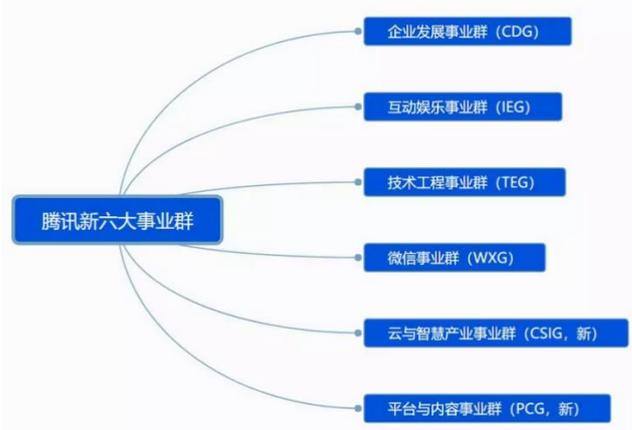
2012年腾讯第二次架构调整，将事业部制升级为事业群制，迎接移动互联网的热潮。这一次变革，腾讯将业务划分为七大事事业群，分别为社交网络事业群（SNG）、微信事业群（WXG）、互动娱乐事业群（IEG）、移动互联网事业群（MIG）、网络媒体事业群（OMG）、技术工程事业群（TEG）和企业发展事业群（CDG）。之前PC端和移动端割裂的情况不复存在，同一体系内资源和人员的协调，方便了推动产品快速上线。马化腾强调，要在事业群里发挥“小公司”精神，群负责人将拥有更多话语权，以此针对性地满足用户需求，打造高质量的产品和平台。

图表 107: 2012年腾讯事业群制



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

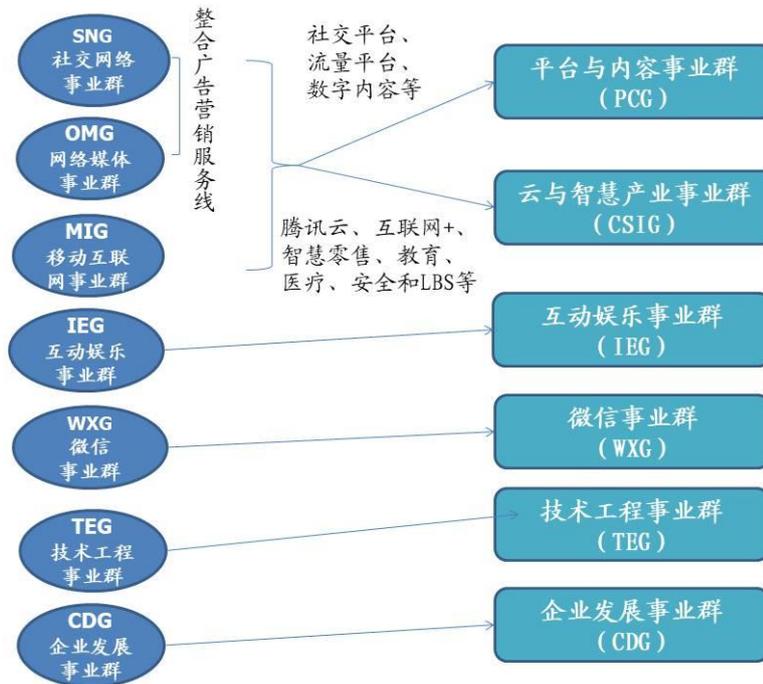
图表 108: 2018年腾讯调整后业务架构



资料来源：腾讯官网，国盛证券研究所

2018年腾讯第三次架构调整，七大事事业群制调整为六大事业群制，以适应新形势下C To B的转变。原先七大事事业群的划分会使得一个类型的业务部门分属于不同事业群；存在多个团队对同一类型的产品同时开发，根据产品表现优胜劣汰的现象。这种划分造成了部门之间数据共享流通的困难，业务资源的浪费。而这场时隔6年的优化变革，使得腾讯在保持深耕垂直领域的优势和特点的同时，突出聚焦于融合效应。新成立的平台与内容事业群将对原社交网络事业群、原移动互联网事业群、原网络媒体事业群、原互动娱乐事业群中，与社交平台、流量平台、数字内容等相关的板块进行拆分和重组。新成立的云与智慧产业事业群整合腾讯云、互联网+、智慧零售、教育、医疗、安全和LBS等行业解决方案。移动互联网事业群、网络媒体事业群、社交网络事业群三个事业群的业务被完全拆分进新成立的平台与内容事业群和云与智慧产业事业群。原有的企业发展事业群、互动娱乐事业群、技术工程事业群、微信事业群保留。除此之外，腾讯成立了技术委员会，通过内部分布式开源协同，加强基础研发，促成更多协作与创新，提高公司的技术资源利用效率；并且整合新的广告营销服务线，将原社交与效果广告部与原网络媒体事业群广告线整合在一起。

图表 109: 2018 年腾讯业务调整后对比

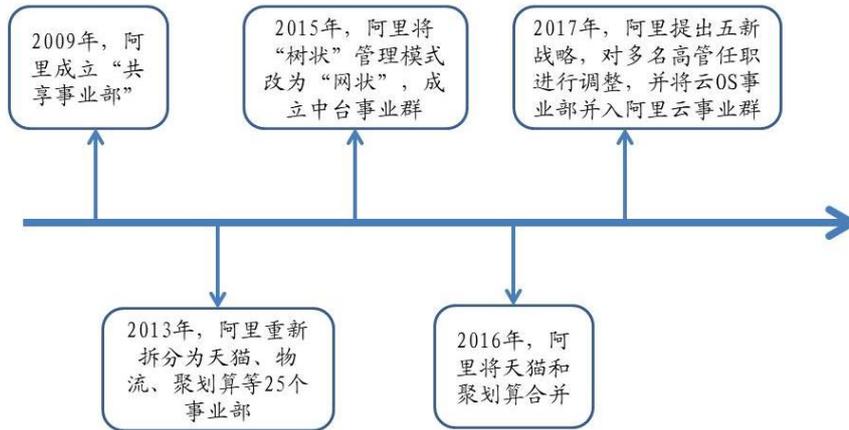


资料来源: 腾讯官网, 国盛证券研究所

腾讯此次最新架构调整的其中一个核心原因,是为了解决自 2012 年来确立了“赛马制”后,企业内部资源分散与业务间的协调矛盾问题。当 C 端红利已经消失,作为主要收入来源的游戏产业也面临着增长衰退的困局时,腾讯下一步 2B 转型尤为重要。“赛马制”为腾讯在移动互联网时代创造了多个王牌产品的同时,也暴露出了许多 2B 转型的不足:相同类型的业务部门分属于不同的事业群,各部门间竞争大于合作,使得企业内部的沟通成本较高;与此同时,由于中台部门的缺乏,数据在各类业务部门间无法流通,阻碍了产品更新与发展,不利于公司向产业互联网时代的转型发展。此次的架构调整,一方面,腾讯旨在整合改造已有的组织结构布局,调整部门业务的协调分工;另一方面,腾讯试图打造自己的中台系统,从而借助中台力量带动新业务发展,开辟新业务的蓝图。通过这次的架构改革,腾讯如果能克服“赛马制”中的数据墙、组织墙,同时继续发挥“赛马制”的创新作用,那么接下来 2B 转型的阻力将会减小不少。

阿里也有“赛马制”,但阿里早在 10 年前就积极探索业务的整合分配机制。2009 年开始,阿里建设“共享事业部”,把公共的、通用的业务功能沉淀到了共享事业部,避免功能的重复建设和维护,目的在于更合理地利用技术资源。2013 年,阿里集团打破原淘宝、天猫、阿里巴巴的 B2B 架构,将阿里巴巴重新拆分为天猫、物流、聚划算等 25 个事业部。2015 年,阿里提出“中台战略”,随后成立阿里巴巴集团中台事业群,包括搜索事业部、共享业务平台、数据技术及产品部;阿里巴巴集团零售电商事业群,包括淘宝、手机淘宝、天猫三大业务部门。而阿里妈妈、云计算和菜鸟三大事业群更为独立地发展。另外,组建集团平台治理部,重组集团公关部和商家事业部。由于有共享事业部的基础,通过中台战略,阿里巴巴迅速解决业务协作、业务核心能力沉淀、组织 KPI 考核等问题,为业务腾飞打下坚实基础。2016 年,天猫和聚划算合并,形成“三纵两横”的网状协同体系,旨在新零售背景下,打通业务、营销和运营等环节;2017 年,阿里巴巴提出五新战略,对多名高管任职进行调整,并将云 OS 事业部并入阿里云事业群。

图表 110: 阿里组织结构调整



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

5.2 金融业务: 以支付撬动万亿空间, 构建中长期业绩增长点成为新命题

5.2.1 金融行业全牌照布局完成, 构建互联网+金融生态

以支付业务撬动金融, 斩获行业全牌照。自 2011 年 5 月, 财付通获得央行颁布的第三方支付牌照, 时隔两年后微信支付上线, 依赖微信建立起微信支付抢占中国第三方移动支付市场。进而以支付为入口, 建立起覆盖银行、信贷、保险、证券、基金、理财、征信和金融科技服务的互联网金融生态圈, 以此切入金融市场。至此, 腾讯取得的金融牌照已经覆盖几乎所有金融业务, 基本完成金融行业全牌照的布局。

- **支付方面:** 2011 年 5 月, 腾讯的第三方支付平台财付通获得央行颁布的第三方支付牌照。
- **理财方面:** 2012 年, 腾讯入股第三方财富管理机构—好买财富, 持股 25.69%。
- **银行、信贷方面:** 2014 年 12 月, 腾讯持股 30%且为最大股东的国内首家民营银行—微众银行获得民营银行牌照。
- **保险方面:** 2017 年 10 月, 腾讯筹建并控股 (持股 57.8%) 的保险平台—微民保险获得保险中介牌照; 此外, 腾讯还参股保险持牌机构众安在线、和泰人寿和英华杰人寿, 分别持股 10.2%、15%和 20%。
- **证券方面:** 2017 年 9 月, 腾讯以 28.6 亿港元入股中金公司间接获得境内券商牌照; 此外, 腾讯还多次领投提供美港股交易的富途证券。
- **基金方面:** 2018 年 1 月, 腾讯全资子公司设立的腾安基金获得第三方基金销售牌照; 同年 9 月, 腾讯联合高龄资本投资的高腾国际获得香港公募牌照。
- **征信方面:** 腾讯的个人征信管理平台—腾讯信用, 是央行批准的八家个人征信试点之一。
- **金融技术方面:** 腾讯拥有腾讯金融云和腾讯区块链, 为其他金融业务提供支持。

图表 111: 腾讯金融布局

	支付	银行、信贷	保险	证券	基金	理财	征信	金融科技
自有	微信支付、QQ 钱包		微民保险	自选股、微证券	腾安基金	理财通、微黄金	腾讯征信(试点)	金融云、区块链
大股东		微众银行			好买财富			
入股			众安保险、和泰人寿、英杰华人寿	中金公司、富途证券		高腾国际		

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

图表 112: 腾讯和蚂蚁金服持有牌照情况对比

	第三方支付	银行	保险中介	保险	证券	基金	基金销售	征信	信贷
腾讯	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
蚂蚁金服	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓	✓	✓

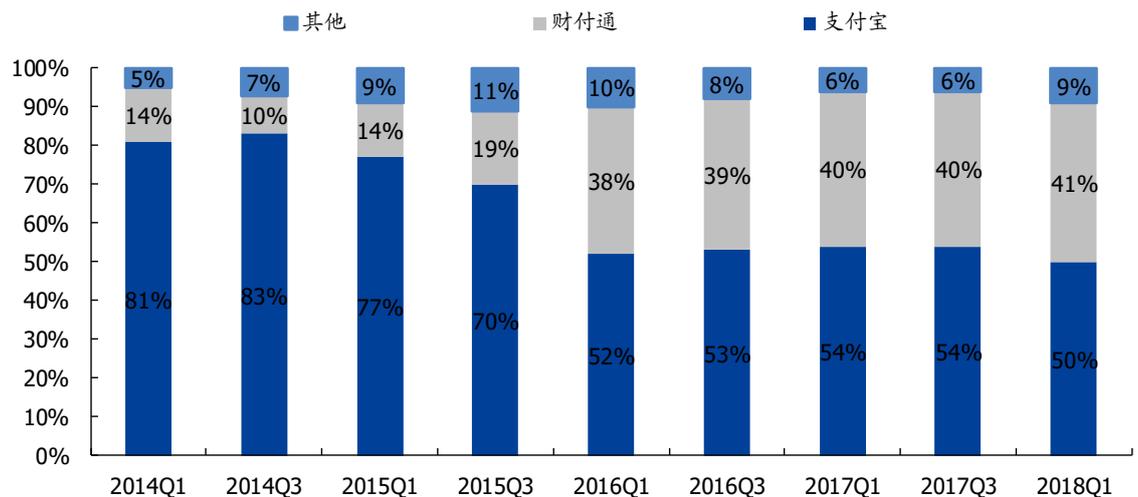
资料来源: 公开数据整理, 国盛证券研究所

5.2.2 支付业务空间广阔, 竞争激烈

(1) 支付业务: 双寡头格局初定, 线下扫码业务提供增量空间

移动支付渗入消费场景, 初步形成财付通和支付宝双寡头格局。自 2011 年央行发放首批支付牌照, 第三方移动支付通过红包、免单、扫码、邀新赚赏金等方式迅速渗透人们的生活, 培养起人们移动支付的消费习惯。2016 年微信支付通过春节抢红包的营销策略并依靠微信社交属性强、用户基数大的优势, 迅速增加市场份额。据艾媒咨询的数据显示, 截至 18Q1, 支付宝和财付通共占据第三方支付规模市场份额的 90.6%, 支付宝以 49.9% 的市场份额占据第一, 财付通以 40.7% 的市场份额占据第二。

图表 113: 第三方移动支付市场份额 (%)

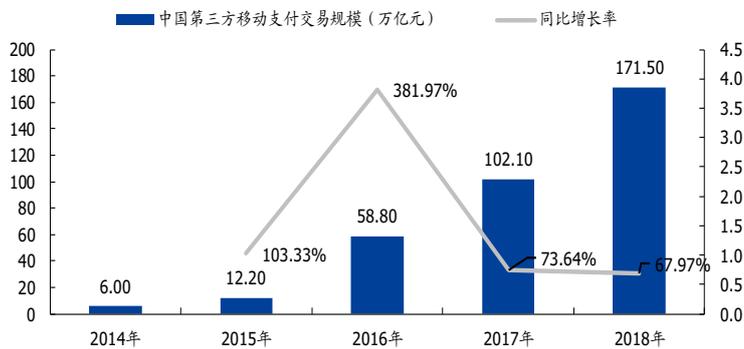


资料来源: 艾瑞咨询, 艾媒咨询, 国盛证券研究所

第三方移动支付交易规模仍保持增长态势, 线下市场是未来增量市场的主要来源。艾媒资讯的数据显示, 2017 年中国第三方移动支付交易规模达到 102.1 万亿元, 同增 73.6%; 预计 2018 年中国第三方移动支付交易规模将超过 150 万亿元, 达到 171.5 万亿元。第三方移动交易规模增长态势强劲, 而从线上和线下的交易结构来看, 线上移动交易渗透

率 2017 年达 85% 的较高水平，线下市场的交易规模大且消费场景丰富，随着用户线上支付习惯的养成，线下是未来支付市场增量的主要来源。

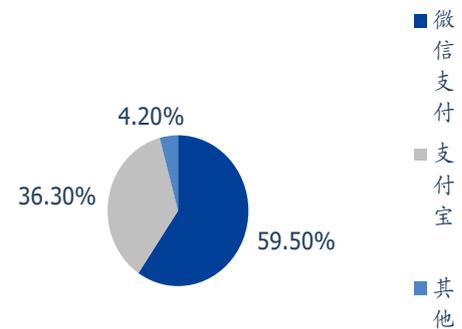
图表 114: 中国第三方移动支付交易规模 (万亿, %)



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

图表 115: 线下使用移动第三方支付产品倾向度

线下使用第三方支付产品倾向度调查

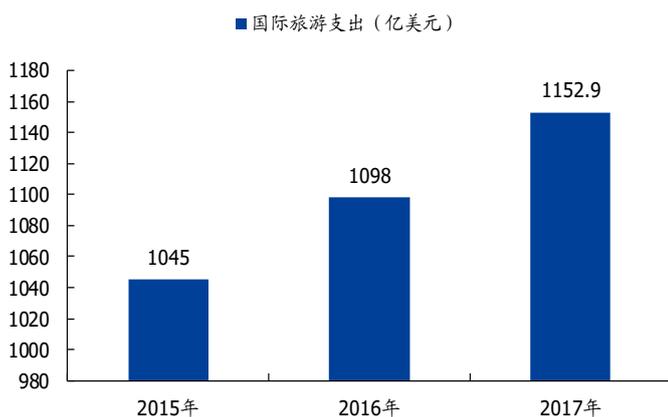


资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

线下市场中，微信支付渠道优势更强，但对商家的抢夺竞争依然激烈。依托强大的社交属性和平台流量，腾讯将线下场景接入微信，如扫码乘车、医院挂号付费、校园一卡通等；在对商家支付的场景中，微信和支付宝竞争极为激烈，沃尔玛、步步高与腾讯达成合作，其部分门店禁止使用支付宝支付，而阿里巴巴战略投资零售商家苏宁、大润发，华联等，与腾讯形成正面竞争。

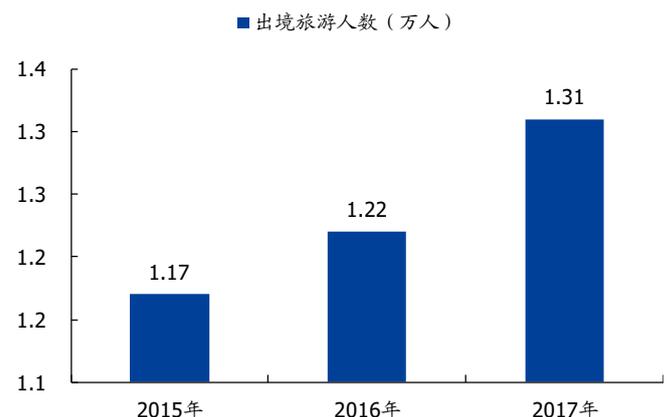
积极探索跨境支付，增强业务变现能力。国内第三方移动支付进入红海，支付巨头开始向海外市场进军。在境外支付方面，我国作为出境游大国，出境旅游支出和人数逐年增加。截至 2018 年 7 月，微信支付与全球 20 多个国家和地区开展合作，探索跨境支付的海外之路。

图表 116: 中国国际旅游支出 (亿美元)



资料来源: 中国旅游研究院, 国盛证券研究所

图表 117: 中国出境旅游人数 (万人)



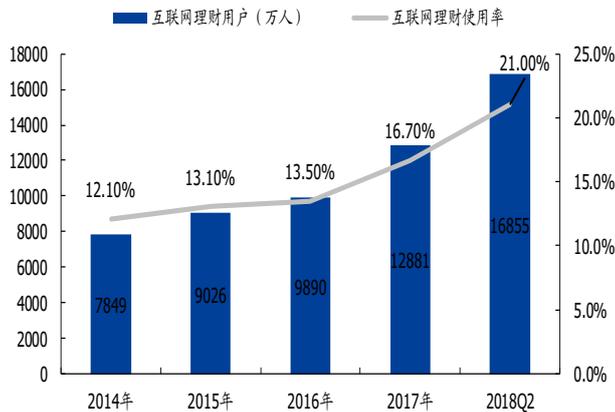
资料来源: 中国旅游研究院, 国盛证券研究所

(2) 其他金融业务: 变现潜力巨大, 提供长期业绩增长点

理财方面: 网民互联网理财的意识正逐渐增强, 互联网理财市场规模迅速扩大。截至 2018 年 6 月, 我国购买互联网理财产品的网民用户规模达到 1.69 亿, 较 2017 年末增长 30.9%; 理财网民使用率为 21%, 较 2017 年末增长 4.3%。我国互联网理财规模由 2013 年的 2152.97 亿增长到 2017 年的 3.15 万亿, 预计 2018 年将达到 5.36 万亿。

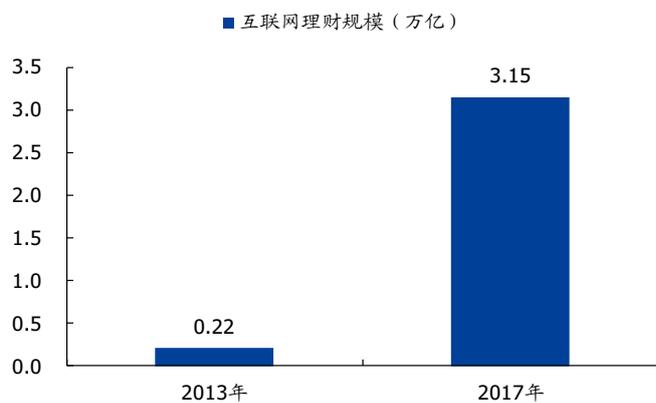
理财通规模持续增长，相比传统商业银行规模优势显著。截至2018年7月，理财通用户已超1.5亿，资金保有量超4800亿，较2017年年末公布的数据增长60%。据普益财富统计数据显示，2018第二季度，472家商业银行（不含外资）理财产品存续规模29.09万亿元，平均每家616亿元。从单个机构看，理财通是银行平均存续规模的8倍左右。由此可见，理财通相比传统的商业银行竞争力优势明显，且随着网民互联网理财的意识增强，理财资金从银行转向理财通或将成为趋势。

图表 118: 互联网理财用户数和使用率 (万人, %)



资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

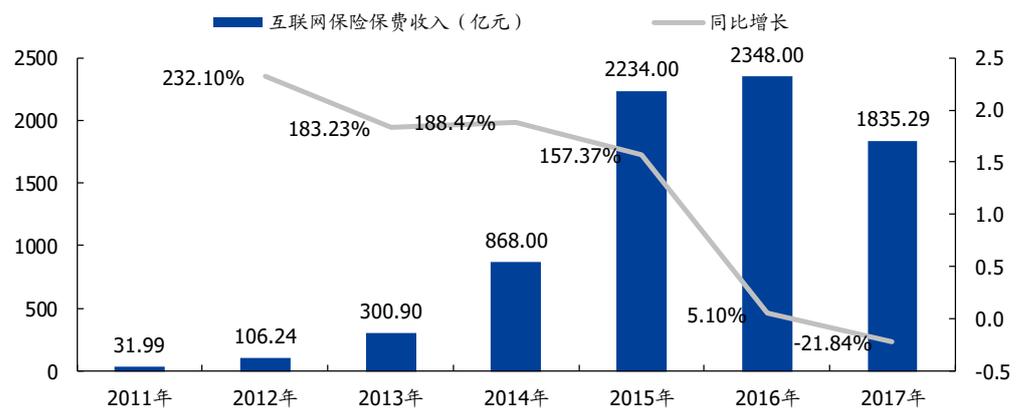
图表 119: 互联网理财规模 (万亿)



资料来源: 互联网理财指数报告, 国盛证券研究所

保险方面: 互联网保险市场增量巨大，腾讯模式以合作代销为主。依托互联网企业庞大的用户流量，互联网保险市场的规模迅速扩大。互联网保险保费收入在2011年仅有31.99亿元，2016年达到2348亿元，2017年受保险业务结构调整的影响同比下降21.84%，为1835.29亿元。但随着人工智能、云计算、大数据等互联网技术的运用重构保险行业的成本和风控，平台的用户价值不断提升，互联网保险市场在短暂调整后仍将保持增长态势。腾讯保险业务的商业模式主要为与保险公司合作代理销售保险产品，从中收取保险代理费。涉及的产品涵盖医疗险、车险、意外险等多种类型。

图表 120: 互联网保险保费收入 (亿, %)



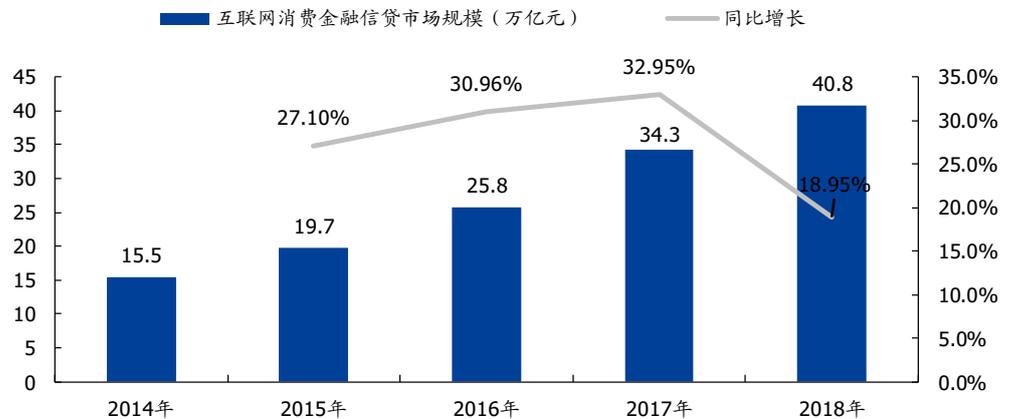
资料来源: 前瞻产业研究院, 保监会, 国盛证券研究所

银行、信贷方面: 互联网消费金融信贷规模稳步增长。截至2017年底，我国互联网消费金融信贷市场规模达34.3万亿元，同比增长32.95%。预计2018年将达到40.8万亿元。由于2017年底国家出台各项资质、业务监管政策，整个行业进入整顿期。

金融强监管趋势下，腾讯重风险管理的优势逐渐显现。微众银行注重风险管理，2017

年其不良贷款率为 0.64%，低于银行业的平均水平 1.74%；贷款拨备率 5.84%，高于银行平均水平 3.16%；拨备覆盖率达 912.7%。强监管对微众银行的信贷业务影响较小。

图表 121：互联网消费金融信贷市场规模（万亿，%）



资料来源：中商产业研究院，国盛证券研究所

5.2.3 腾讯金融 VS 蚂蚁金服：腾讯的 C 端优势与阿里的 B 端基因

平台定位方面：腾讯金融是金融服务机构，蚂蚁金服是互联网公司。腾讯金融本质是金融服务机构，其利润来源是以微信为切入点，从不同业务层面（消费信贷、财富管理、互联网保险、证券、征信）零成本覆盖传统金融机构较难触及的小微客户，实现腾讯“连接一切”的战略。而蚂蚁金服则是互联网公司，据自媒体数据，2017 年蚂蚁金服利润来源中除支付连接业务占比 54% 外，技术平台占比高达 34%，预计 2021 年技术平台占比提升至 65%。平台定位不同的原因在腾讯擅长 C 端业务，依靠微信从 C 端出发零成本获客，蚂蚁金服延伸阿里 B 端基因，服务小微企业，发展成技术平台。另外，科技公司更容易获得高估值。

海外扩张方面，蚂蚁出海优势显著。全球化公司具有更高的天花板，因此出海是腾讯金融与蚂蚁金服的必然选择。2015 年起，蚂蚁金服先后投资印度支付平台 Paytm，韩国社交巨头支付 Kakao Pay，投资泰国支付企业 AscendMoney、收购美国汇款服务服务商 Moneygram，全球化步伐逐步加快。海外投资方面，蚂蚁金服的核心优势在资金和技术，通过输出技术经验帮助投资企业来获得先发优势。以蚂蚁金服投资的印度 Paytm 为例：蚂蚁金服投资一年后，Paytm 支付风险率从原来的百分之几降到了万分之一。相比之下，腾讯 2018 年 3 月才开始全球化布局，领投跨境金融科技公司启瓴金融 (iPayLinks)、菲律宾 Voyager、巴西 Nuban，但发展的成熟度、广度及深度与蚂蚁金服仍有差距。

图表 122: 蚂蚁金服全球化的两种主要模式

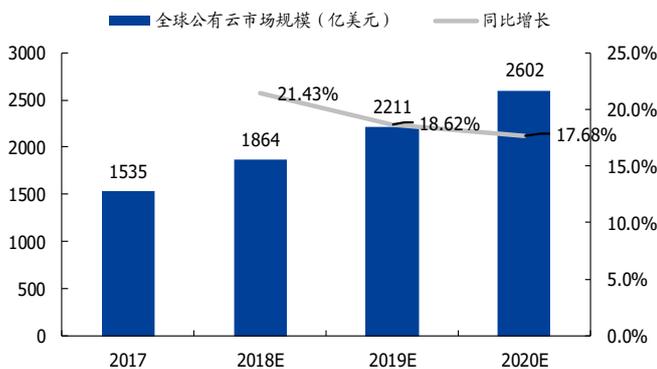


资料来源: 搜狐科技, 国盛证券研究所

5.3 腾讯云: 短期超越阿里较难, 从细分领域寻找突破口

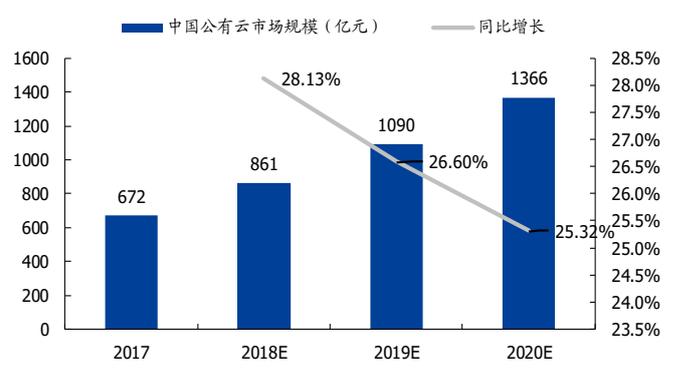
中国云计算市场爆发式增长, 预计 2019 年市场超千亿。全球云市场的 3A 格局基本确立。据 Gartner 显示, 2017 年全球、中国公有云市场规模分别为 1535 亿美元和 672 亿元, 预计 2018 年将分别达到 1864 亿美元和 861 亿元, 同比增速分别为 21.43% 和 28.13%。云市场规模仍处于高速增长阶段。目前我国云计算市场仅占全球市场份额的 5%, 处于初始扩张阶段。2017 年下半年同比增长 133%, 18Q1 全国用量同比增长 139%。预计 2018-2020 年中国云计算市场仍将保持高速增长, 到 2020 年市场规模达到 1366 亿元。

图表 123: 全球公有云市场规模 (亿美元, %)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

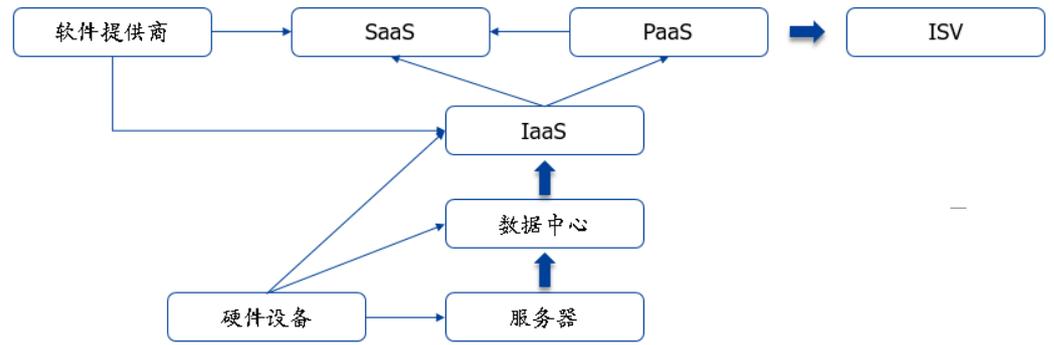
图表 124: 中国公有云市场规模 (亿元, %)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

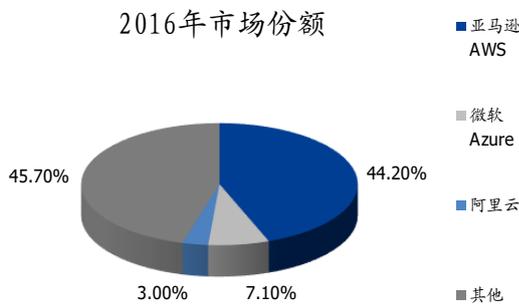
全球看, 云服务行业门槛高, 技术与规模优势加剧马太效应。云计算最核心的底层基础设施包括网络、数据中心、存储等, 投入成本高, 进入门槛高。其中需求最旺盛的底层 IaaS 市场规模最大, 对资金需求也最高, 因此行业出现早期仅互联网巨头投入高额资金, 其余企业普遍处于观望状态。先进入者凭借先发优势与其在互联网行业已取得规模效应不断扩大云服务方面的领先优势, 加剧行业马太效应。另一方面, 云计算交付和服务涉及企业 IT 架构庞大, 承接云服务对企业的技术、服务要求极高, 行业壁垒高筑, 新进入者难以生存。据 Gather 数据, 2017 年亚马逊 AWS 占据全球市场的 54.1%, 微软 Azure 与阿里云分列二三位。2016 年与 2017 年全球云市场份额的对比可以看出, CR3 市场份额持续提升挤压其余玩家市场空间, 行业马太效应显著。

图表 125: 云计算产业链



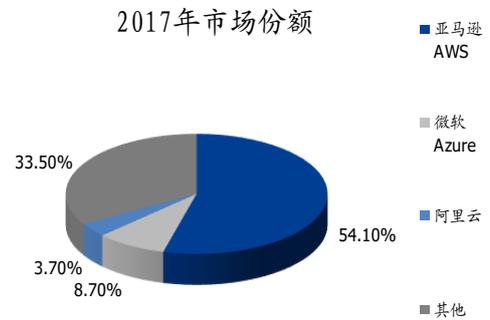
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 126: 2016 年全球云服务市场份额 (%)



资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

图表 127: 2017 年全球云服务市场份额 (%)



资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

5.3.1 阿里拥有并扩大 2B+ 先发两大优势，短期超越较难

阿里云成立于 2009 年，电商交易量庞大及金融安全支付等是阿里最早入局云服务建设的根本驱动之一。相比 2012 年入局的腾讯，阿里凭借 2B 优势与技术经验已建立短期内对手难跨越的护城河。1) 客户方面，阿里云已积累中国联通、中石化、贵州政府等大型企业客，拥有国内 45.5% 市场份额，海外与西门子签署合作备忘录共建 MindSphere，已经具有规模效应，而腾讯 B 端一直处于弱势，客户主要为互联网创业公司与战略合作伙伴，大客户开拓缓慢；2) 技术方面，阿里云发布自研商用关系型数据库 POLARAB，启动 NASA 计划，联手浙江大学建立之江实验室，在对手追赶其先发优势过程中享有充分的技术红利。

图表 128: 2018Q3 国内主要公有云平台优劣势对比



资料来源: Forrester, 国盛证券研究所

图表 129: 阿里云、腾讯云与华为云的比较

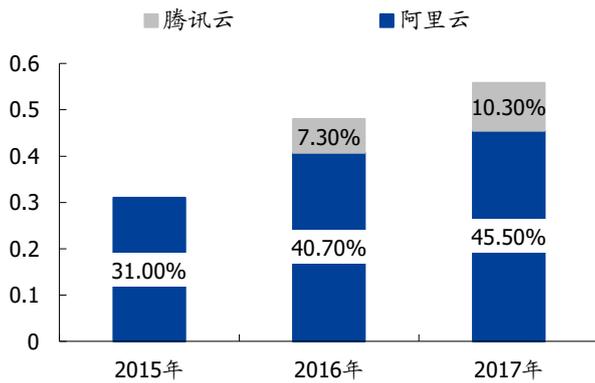
	阿里云	腾讯云	华为云
产品	计算、存储、数据库、网络等产品	计算、存储、数据库、网络等产品	计算、存储、数据库、网络等产品
基础设施	在 18 个地理区域内运营者 49 个可用区	在 25 个地理区域内运营这 49 个可用区	全球共有 25 个可用区
解决方案	包括电商、APP、游戏、网站、音视频、金融、医疗、渲染、O2O、政务、物联网等行业的解决方案	包括游戏、视频、金融、网站、电商、教育、智慧零售、人脸核身等在内的 192 个业务场景的全栈解决方案	包括电商、游戏、车联网、金融、医疗、教育在内的 60+ 场景解决方案
合作伙伴	驻云科技、奕盛网络、万国数据、捷云信通、百事腾、用友等	英伟达、德勤、软通动力、中软国际、思科、耕云科技、微盛网络等 1000+ 多家	中软国际、同舟共济、猪八戒、中建材信息、宇信科技等
市场份额 (中国)	45.5%	10.3%	0.9%
财务情况	截至 18Q2, 阿里云计算收入为 46.98 亿元, yoy 为 93%	截至 18Q1, 腾讯云收入增长超 100%	截至 18Q2, 华为云收入增长超 7 倍
优势	阿里云起步早, 现已占据近一半的中国公有云市场; 阿里的技术持续通过阿里云输出和实践; 有发动价格战的资本和实力。	腾讯云虽起步晚, 但是腾讯在游戏、视频、社交领域的云服务上处于领先地位; 庞大的流量入口、雄厚的资金优势。	华为有私有云的经验; 在行业客户方面具有深厚积累; 定位清晰, 深耕行业, 积极进行技术投入; 华为云的发展受到企业重视。

资料来源: 阿里云官网, 腾讯云官网, 国盛证券研究所

5.3.2 腾讯云依托消费互联网生态，细分领域仍有机会

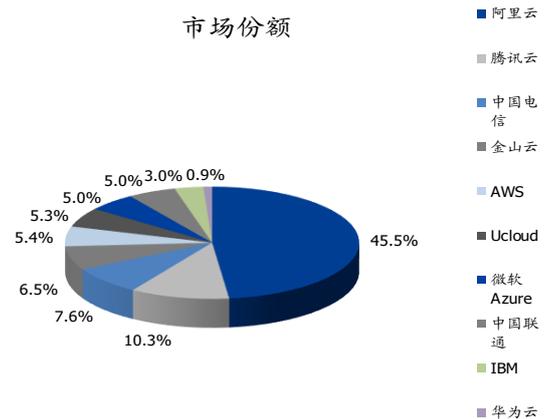
腾讯云背靠腾讯在社交、游戏、音乐、新闻资讯等平台强大 C 端数据和多年技术经验，在本地可用性、价格战略、合作伙伴生态、云市场和社区、混合云战略等取得优势，吸引相关行业企业入驻。自 2010 年起，腾讯通过腾讯云陆续开放其在社交平台运营海量数据的经验和技术能力，从平台战略而非独立业务提供全面解决方案。据德意志银行调研结果，腾讯云契合腾讯自身游戏与视频方面优势，可针对游戏和视频/直播服务提供更优化的解决方案。此外，提供金融、智慧零售等领域的解决方案也是腾讯发力方向之一。

图表 130: 2015 年~2017 年腾讯云与阿里云市场份额对比



注：2015 年腾讯云未上榜
资料来源：IDC，国盛证券研究所

图表 131: 2017 年我国公有云服务 (IaaS) 市场份额



资料来源：IDC，国盛证券研究所

图表 132: 腾讯云细分领域发展成果

- 游戏类公有云服务市场覆盖率第一
- 电商类公有云服务市占率第一
- 资讯社交类公有云服务市占率第一
- 智能手机类公有云服务 Top 级客户市占率第一
- 交通出行类公有云服务市占率第一
- 视频云流量市占率第一
- 企业服务类公有云市占率第二
- 在线旅游类公有云服务市占率第二
- O2O 生活服务类公有云市占率第二

资料来源：IDC，国盛证券研究所

腾讯云通过扩建数据中心、打价格战和疯狂并购打开中国云市场。更多的数据中心意味着更健全的数据服务，对云服务厂商的重要性不言而喻，腾讯的数据中心已从中国扩展至全球，当前已有 49 个可用区。在价格上，腾讯采用灵活的收费模式、降价、打折等策略吸引客户。18 年腾讯先后投资安赛科技、销售易、长亮科技、CODING 等云计算相关企业来丰富其所能提供的云服务。

图表 133: 腾讯云计费模式



资料来源：腾讯云官网，国盛证券研究所

图表 134: 2018 腾讯云投资云计算相关企业情况一览表

时间	事件	金额
2018年1月	战略投资安全解决方案服务商安赛科技	1亿人民币
2018年3月	战略投资 PaaS 平台销售易	1亿人民币
2018年4月	战略投资金融云服务商长亮科技	4亿人民币
2018年5月	与东华软件在医疗、智慧城市、金融、电力等领域达成深度合作	不低于 10 亿人民币
2018年5月	战略投资企业级研发管理平台 CODING	1亿人民币

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

图表 135: 腾讯云全球基础设施



资料来源：腾讯云官网，国盛证券研究所

长期看，发展腾讯云具有延长企业生命周期的重大战略意义。随着互联网的普及，传统企业从“触网”转变为“触云”，未来传统行业将利用互联网技术，在云端以人工智能的方式处理大数据。同时，未来科技创新如人工智能、物联网、无人驾驶等都将依托于云。因此，发展腾讯云，把握云端入口成为腾讯在“互联网+2.0 时代”抓住 B 端、追赶 B 端的重要机会。利用 C 端优势发展 B 端对处于流量困境下的腾讯延长其生命周期具有重大战略意义。

6. 投资体量庞大，调整会计准则改善利润表

6.1 资本推进投资，生态布局日趋完善

腾讯 2013 年开启凌厉收购模式，其投资公司分布于文化娱乐、企业服务、硬件、汽车交通、游戏、金融等行业，完善现有生态布局。2017 年以来，众安在线、阅文集团、易鑫资本以及搜狗均在境外上市，并且市场表现良好。2018 年半年报，腾讯以公允价值量且其变动计入当期损益的金融资产共 1216.55 亿元，18H1 内投资收益 89.88 亿元，粗略投资回报率约 7%。

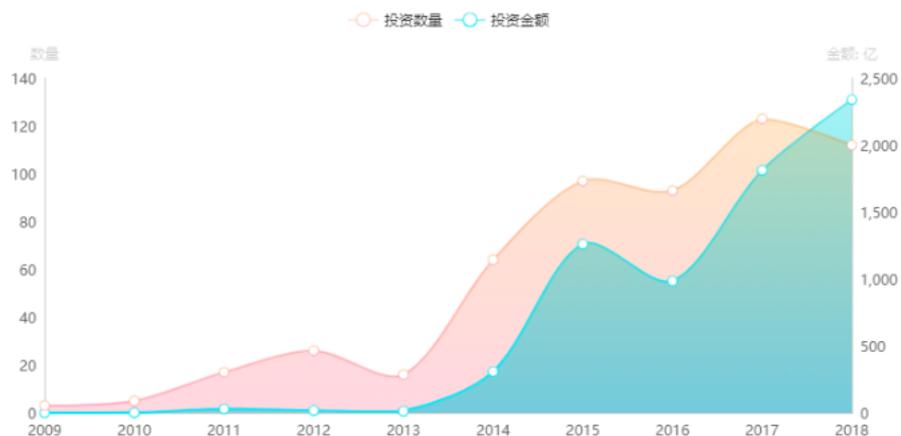
图表 136: 战略投资布局



资料来源：腾讯官网，国盛证券研究所

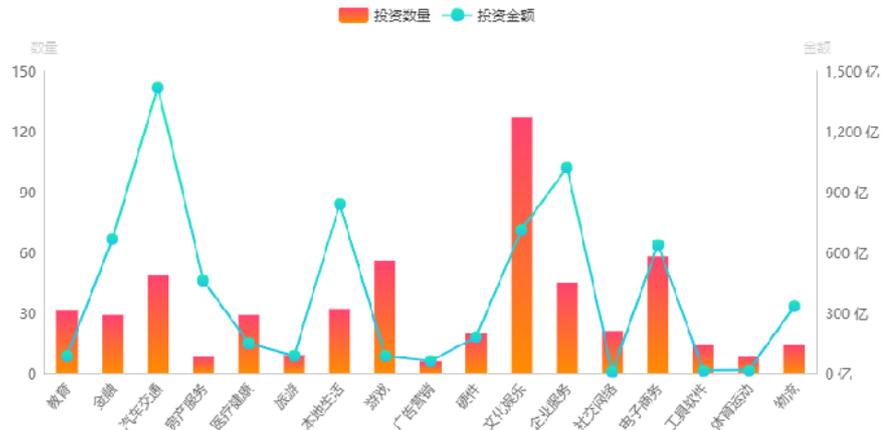
以泛娱乐为核心，全行业布局的投资生态。从投资数量看，腾讯投资金额与笔数连年增长。据 IT 橘子，截至 2018 年 10 月，腾讯共投资（含已退出）6,733 家企业，年内投资 112 家企业，总投资金额 4.32 万亿元，年内投资金额 2,340.16 亿元，其中 10.73% 投资轮次已至下一轮。从投资行业结构看，腾讯近年投资布局以泛娱乐为核心，目前共有 127 家被投企业属于文化娱乐行业，近一年投资文化娱乐行业 49 家；从投资金额分布看，腾讯投资汽车交通金额最高，共投资 1,417.3 亿元，被投企业为滴滴、易车、摩拜单车等。

图表 137: 2009 年~2018 年腾讯投资数量及投资金额（起，亿元）



资料来源：IT 橘子，国盛证券研究所

图表 138: 腾讯投资公司行业分布及金额分布 (起, 亿元)



资料来源: IT 橘子, 国盛证券研究所

6.2 投资业务中性情况下估值 5872 亿元

公允价值计量部分: 据 2018 年半年报, 自 2018 年 1 月 1 日起, 腾讯采纳国际财务报告准则第 9 号 (IFRS 9), 对所持有金融资产会计分类方式改为 “其后以公允价值计量 (且其变动计入损益或全面收益的金融资产)” 及 “按摊余成本计量” 两类。会计准则变更后, 将腾讯 2017 年末所持有的可供出售性金融资产分别重分类至以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产 (687.03 亿元)、以公允价值计量且其变动计入全面损益的金融资产 (585.15 亿元), 将持有的于联营公司可赎回工具的投资计入以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产 (229.76 亿元)。这意味着腾讯部分投资业务的收益 (或损失) 能够直接反映在当期利润表中。截至 2018 年 6 月 30 日, 腾讯以公允价值计量资产公允价值合计 3,538.13 亿元, 而 18H1 公允价值变动带来收益达到 89.88 亿元。

非公允价值计量部分测算: 于联营公司投资中, 腾讯于半年报披露其中上市公司公允价值 1,622.58 亿元, 假设其估值合理, 不予重新估值。对联营公司中非上市公司部分及合营公司投资分别予以 2.0 倍/2.5 倍/3.0 倍于账面价值的估值乘数后, 测算得非公允价值计量部分合理估值分别为 3,466.7 亿元/3,762.28 亿元/4,388.76 亿元。

图表 139: 腾讯投资业务估值测算

资产科目	18H1 账面价值	估值乘数 (如以公允价值计量, 则不予重新估值)		
		2.0 倍	2.5 倍	3.0 倍
于联营公司的投资	1,528	3,334	3,762	4,190
——上市公司部分	672	1,623	1,623	1,623
——非上市公司部分	856	1,712	2,140	2,568
于合营公司的投资	66	132	165	199
以成本法入账企业公允价值	1,594	3,467	3,928	4,389
以公允价值计量且变动计入损益的金融资产 (非流动资产)	1,217	1,217	1,217	1,217
以公允价值计量且变动计入损益的金融资产 (流动资产)	58	58	58	58
以公允价值计量且变动计入其他全面收益的金融资产	670	670	670	670
公允价值计量部分价值合计	1,944	1,944	1,944	1,944
合计	3,538	5,411	5,872	6,333
综合估值倍数		1.5	1.7	1.8

资料来源: 国盛证券研究所

结论: 据上测算, 腾讯投资业务估值区间为 5411 亿元/5872 亿元/6333 亿元, 中性情况下, 投资业务合理估值为 5872 亿元。

7. 财务、盈利预测及估值分析

7.1 财务分析

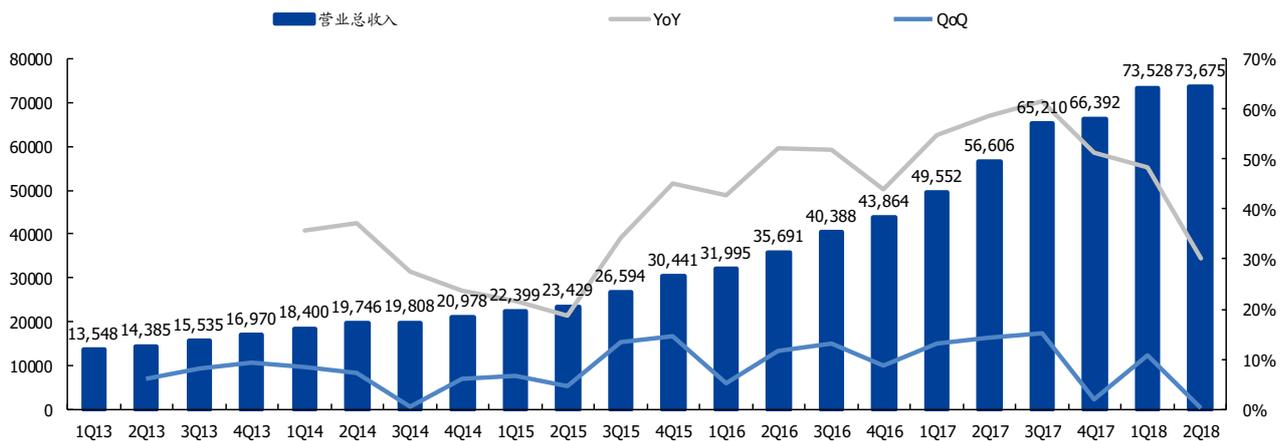
7.1.1 收入端：营收持续增长，增值服务占收入比重趋于下降

公司营业收入快速增长，**2017**年全年增速达**56%**，**18Q2**增速有所放缓。2017年全年腾讯实现营收2377.6亿元，同比增长56.5%；**2018Q2**实现营收736.8亿元，同比增长30.2%，增速有所放缓，较去年同期下降28pct。增速下滑主要受游戏业务增速下滑和备付金利息收入下降所致。

按业务划分的收入结构：2013-2014年公司业务主要包括增值服务、网络广告及电子商务交易与其他业务。**2015**年，腾讯对收入分部做出调整，主要划分为增值服务、网络广告与其他。

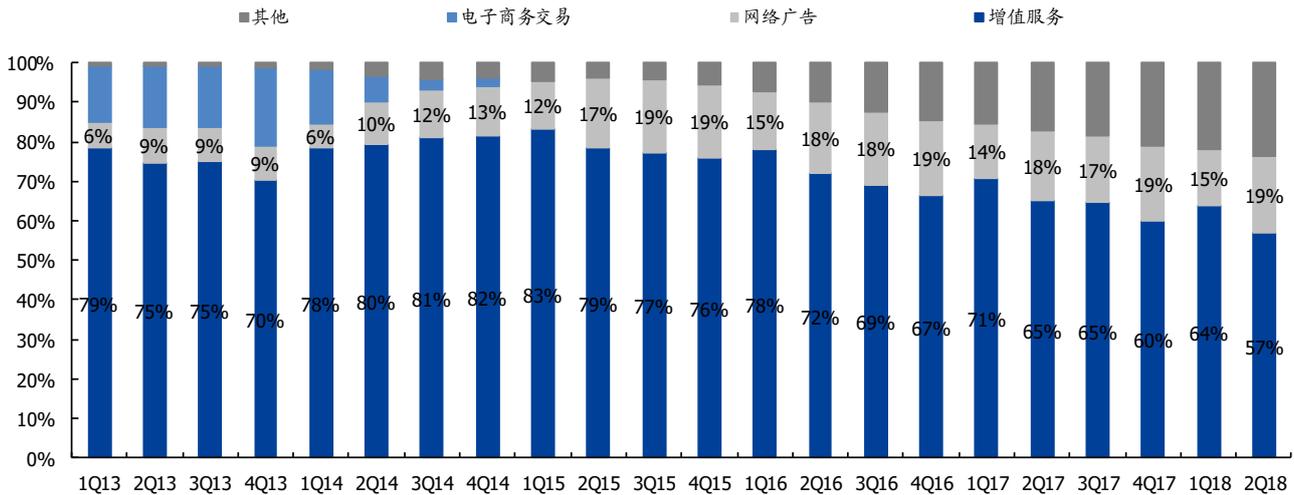
- 1) **增值服务收入**：包括网络游戏（PC 游戏+手游）收入、社交网络收入。18Q2 增值服务收入420.7亿元，同增14%，占营收比重为**57%**，较去年同期下降8pct。其中，**网络游戏收入**252.0亿元，同增6%，该项增长主要来自公司智能手机游戏《王者荣耀》及《QQ飞车》的收入增长。**社交网络收入**168.7亿元，同增30%，该项增长主要受数字内容服务（如视频流媒体订阅及直播服务）的收入贡献所推动。
- 2) **网络广告业务收入**：包括社交及其他广告收入、媒体广告收入。18Q2 网络广告收入140.1亿，同增39%，占营收比重为**19%**，与去年基本持平，增加1pct。其中，**社交及其他广告收入**93.8亿元，同增55%，主要受微信（朋友圈、小程序）、移动广告联盟以及QQ看点收入的增长所推动。**媒体广告收入**47.3亿元，同增16%，主要系腾讯视频因内容组合及广告商赞助活动推动。
- 3) **其他业务收入**：18Q2 其他业务收入175.0亿元，同增81%，占营收比重为**24%**，较去年同期增加7pct。该项增长主要受益于支付相关服务及云服务的增长。

图表 140: 2013-2018Q2 腾讯营收及同比环比增速推移 (百万元, %)



资料来源：腾讯财报，国盛证券研究所

图表 141: 2013-2018Q2 腾讯收入结构变化 (按业务划分, %)



资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

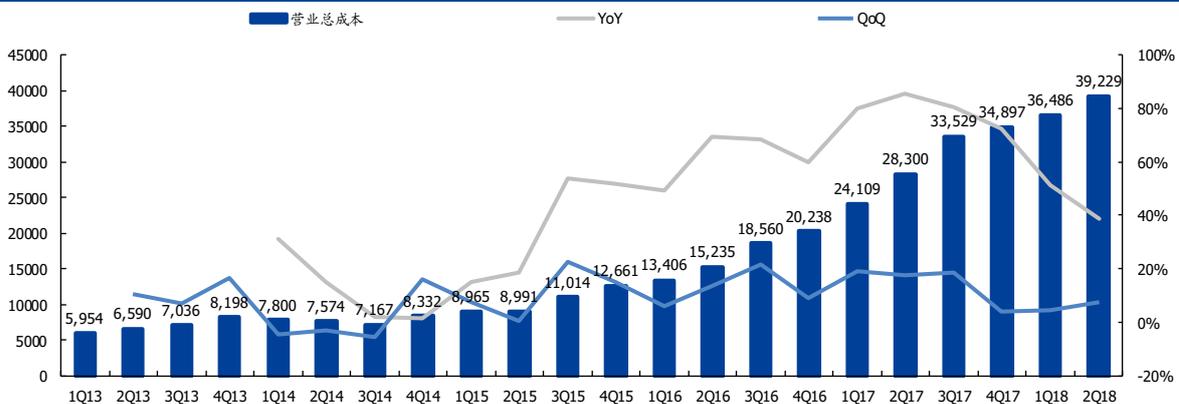
7.1.2 成本费用端: 费用控制得当, 利润率维持较高水平

公司营业成本高速增长, 2017 年全年增速达 79%, 18Q2 增速大幅放缓。2017 年腾讯营业成本 1208.4 亿元, 同增 79%, 占营收 50.8%。18Q2 年腾讯营业成本 392.3 亿元, 同增 39%, 增速大幅放缓, 较去年同期下降 47pct。占营收 53.2%, 较去年同期增加 3pct。营业成本的增长主要反映较多的支付相关成本、渠道成本及内容成本。

按业务划分的成本结构:

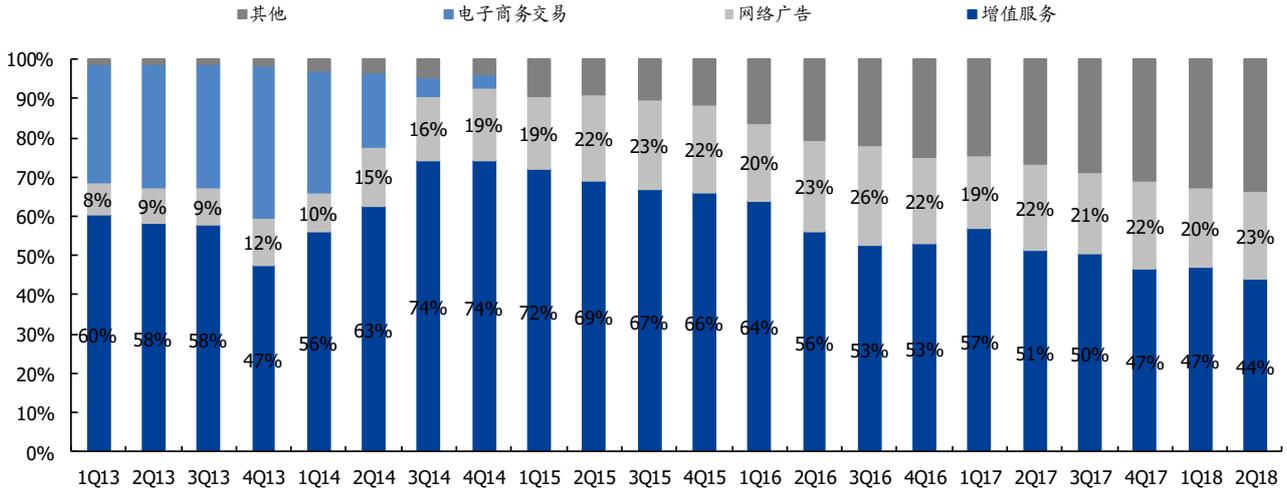
- 1) 增值服务收入成本: 18Q2 增值服务业务收入成本 172.5 亿元, 同增 19%; 占总成本的比重为 44%, 较去年同期下降 7pct; 占增值服务分部收入比重为 41%, 较去年同期上升 2pct。该项增长主要反映结构的转变及较多的数字内容服务(包括视频流媒体订阅及直播)的内容成本以及智能手机游戏渠道成本的增加。
- 2) 网络广告业务收入成本: 18Q2 网络广告业务收入成本 88.4 亿元, 同增 40%; 占总成本比重为 23%, 较去年同期增加 1pct; 占网络广告分部收入比重为 63%, 较去年同期上升 1pct。该项增长主要反映的是流量获取成本及内容成本, 频宽及服务器托管费的增加。
- 3) 其他业务收入成本: 18Q2 其他业务收入成本 131.4 亿元, 同增 75%; 占总成本比重为 33%, 较去年同期增加 7pct; 占其他业务分部收入比重为 75%, 较去年同期增加 3pct。该项增长主要由支付相关和云服务相关的规模扩大所致。

图表 142: 2013-2018Q2 腾讯营业成本及同比环比增速推移 (百万元, %)



资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

图表 143: 2013-2018Q2 腾讯成本结构变化 (按业务划分, %)



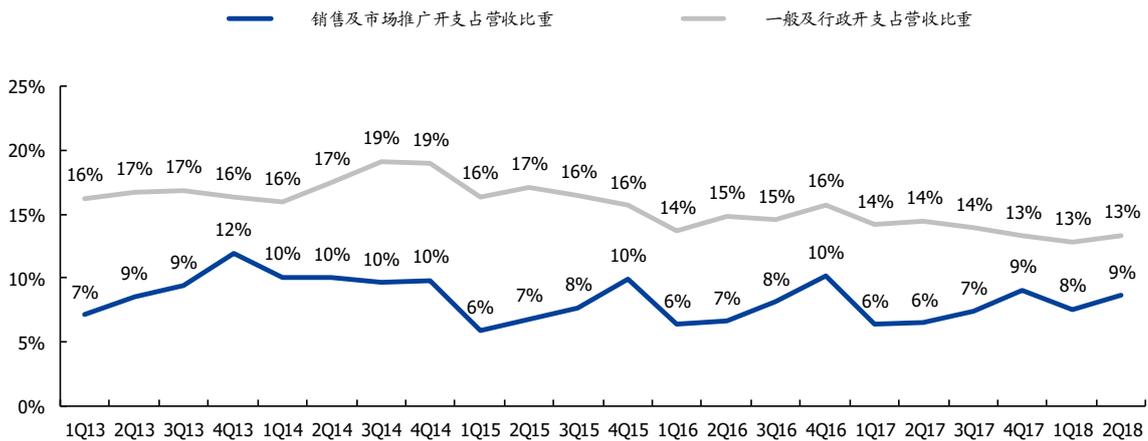
资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

公司三费得到有效控制, 费用率较为稳定。18Q2 腾讯销售及市场推广开支和一般及行政开支(包括研发)合计 162.2 亿元, 同增 8%, 占总营收 22.0%, 较去年同期增加 2pct, 其中销售费用率呈略微下降趋势。

按性质划分的费用端结构:

- 1) 销售及市场推广费用: 18Q2 销售及市场推广费用为 63.6 亿元, 同增 74%, 占总营收的比例 8.6%, 较去年同期上升 3pct; 该项费用增长主要受公司产品及平台如: 网络游戏, 网络媒体, 支付相关服务及移动工作的市场推广开支的增加所推动。
- 2) 研发费用: 18Q2 研发费用为 57 亿元, 同增 35%, 占总营收比例为 7.7%, 较去年同期上升 0.3pct, 研发费用增长主要来自于研发人员薪酬福利的增长。
- 3) 一般及行政开支(去除研发): 管理费用(去除研发)为 41 亿元, 同增 5%, 占总营收 5.6%, 较去年同期下降 1.3pct。

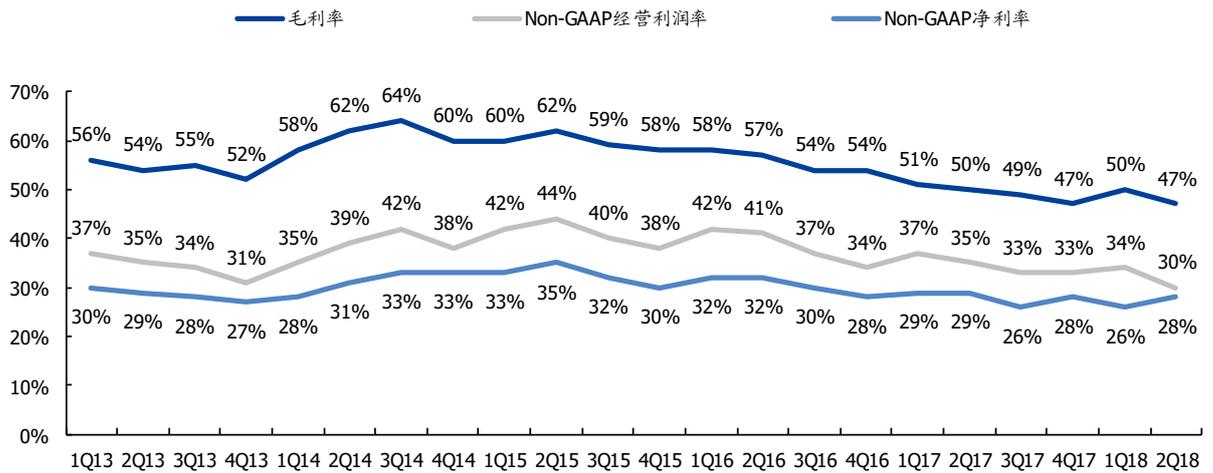
图表 144: 2013-2018Q2 腾讯销售费用率和一般及行政费用率 (%)



资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

公司盈利能力强, 毛利率、营业利润率、净利率维持较高水平。腾讯 18Q2 毛利润为 344.46 亿 (YoY+21.69%), Non-GAAP 营业利润为 222.58 亿 (YoY+11.09%), Non-GAAP 净利润为 204.99 亿 (YoY+24.33%)。18Q2 毛利率为 46.75% (YoY-3.25pct, QoQ-3.62pct), Non-GAAP 营业利润率为 30.21% (YoY-5.18pct, QoQ-4.16pct), Non-GAAP 净利率为 27.82% (YoY-1.31pct, QoQ+1.80pct)。利润率呈略微下降趋势, 主要系公司支付相关成本、渠道成本及内容成本大幅增加所致。

图表 145: 2013-2018Q2 腾讯毛利率、Non-GAAP 经营利润率、Non-GAAP 净利率 (%)

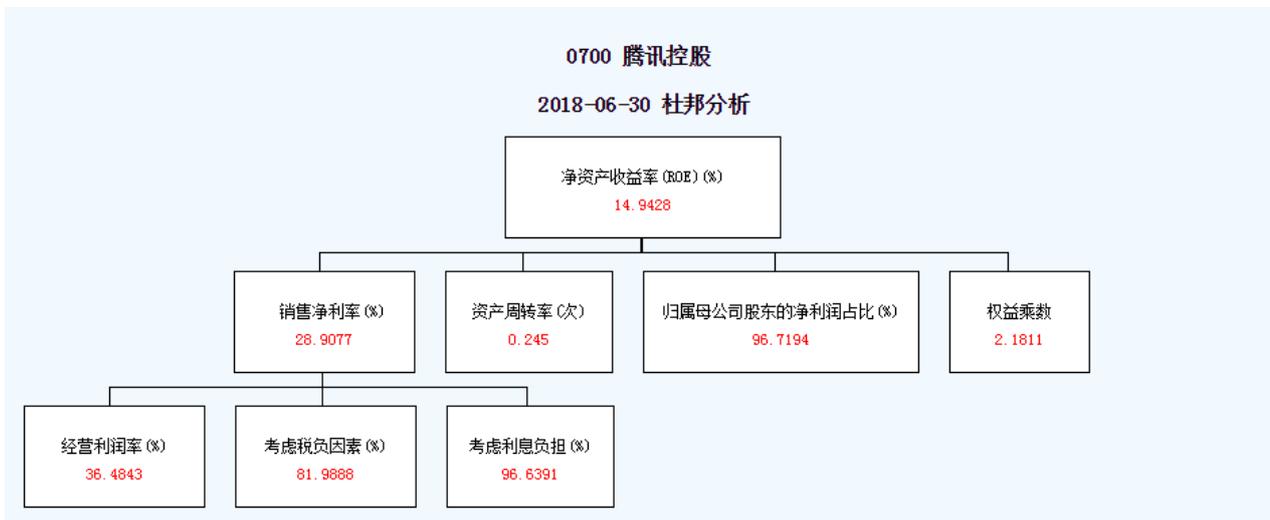


资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

7.1.3 杜邦分析: 盈利能力是影响 ROE 主要因素

公司 2018H1 净资产收益率 (ROE) 为 14.94%，利用销售净利率、资产周转率、归属母公司股东的净利润占比及权益乘数进行因素分解，可以发现销售净利率的变动对公司 ROE 变动的贡献最大，销售净利率=净利润/营业总收入，因此，公司盈利能力是影响公司净资产收益率的核心因素。

图表 146: 2018H1 腾讯杜邦分析示意图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

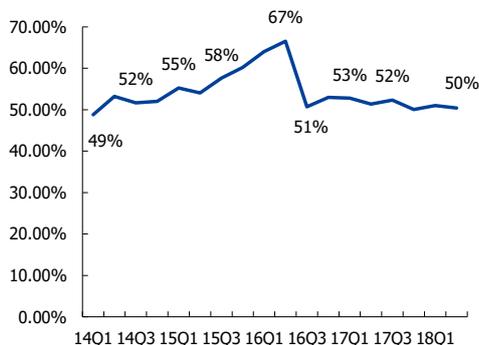
图表 147: 腾讯杜邦分析

指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018H1
权益净利率(ROE) (%)	31.24	34.52	28.8	27.89	33.21	14.94
销售净利率(%)	25.75	30.26	28.3	27.21	30.45	28.91
净利润/利润总额(%)	80.72	82.34	80.37	80.26	82.15	81.99
利润总额/息税前利润(%)	98	97.1	96	95.97	96.65	96.64
息税前利润/营业总收入(%)	32.55	37.85	36.68	35.32	38.35	36.48
资产周转率(%)	0.66	0.57	0.43	0.43	0.50	0.24
权益乘数	1.84	2.02	2.39	2.38	2.21	2.18
归属母公司股东的净利润占比(%)	99.61	99.67	98.96	99.15	98.67	96.72
对 ROE 增长的贡献率估计						
ROE 的变动	-5.26%	3.28%	-5.72%	-0.91%	5.31%	-1.86%
销售净利率的变动	-11.60%	17.51%	-6.48%	-3.85%	11.91%	-6.45%
资产周转率的变动	0.00%	-13.64%	-24.56%	0.00%	16.28%	-0.61%
权益乘数的变动	-2.65%	9.78%	18.32%	-0.42%	-7.14%	1.43%
归母净利润占比变动	0.02%	0.06%	-0.71%	0.19%	-0.48%	0.97%
销售净利率的贡献	220.59%	533.98%	113.24%	423.25%	224.24%	346.77%
资产周转率的贡献	0.00%	-415.74%	429.40%	0.00%	306.57%	32.80%
权益乘数的贡献	50.29%	298.25%	-320.22%	45.98%	-134.52%	-76.88%
归母净利润占比贡献	-0.38%	1.84%	12.45%	-21.10%	-9.12%	-52.15%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

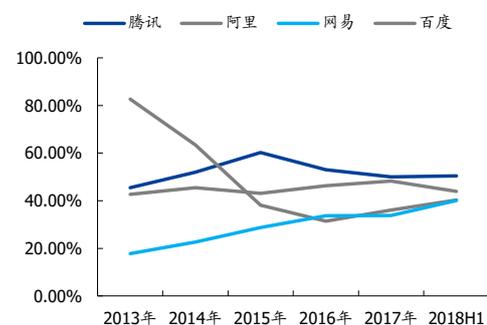
腾讯资产负债率先升后降, 略高于其他国内互联网公司。2013Q1-2018H1, 腾讯资产负债率由 49% 逐步提升到 67%, 随后降低到 50% 左右。2016Q2, 腾讯递延收入比上一季度增加了约 1255 亿元, 增长率达到 500%, 导致流动负债占比大幅增加, 资产负债率升至时期内的最高点。随后递延收入回归一般水平, 占比逐渐减小, 腾讯资产负债率开始在 50% 左右徘徊。此外, 相比于同时期其他公司, 腾讯的资产负债率一直处于较高水平。受 2013 年长期负债金额突增的影响, 阿里在期初的资产负债率达到了 80% 以上, 但随后逐步回落到 30% 附近; 百度的资产负债率基本维持在 40% 左右; 网易的资产负债率从 20% 提高到 30%, 处于四家公司中最低水平。

图表 148: 2013Q1~2018H1 腾讯资产负债率变化趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 149: 2013 年~2017 年及 2018H1BAT 及网易资产负债率变化对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

7.1.4 现金流: 现金回款能力增强, 受投资影响, 现金及其等价物余额有所减少

公司期末现金及现金等价物余额逐年增长, 18H1 有所下降。2013-2017 年公司期末现金余额逐步上升, 截至 2017 年底, 公司现金及其等价物余额为 1056.97 亿元。18H1 受

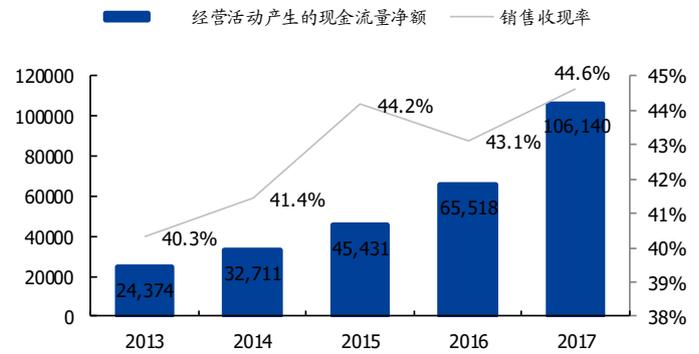
公司投资活动耗用的现金流量净额影响，公司现金及其等价物期末余额减少至 1046.23 亿元。2013-2017 年公司经营活动产生的现金流净额处于持续增长趋势，销售收现率 2017 年开始回升，较为明显，现金回款能力增强。

图表 150: 2013-2018H1 腾讯现金及其等价物期末余额 (百万元)



资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

图表 151: 2013-2017 经营活动产生的现金流净额及销售收现率 (百万元, %)

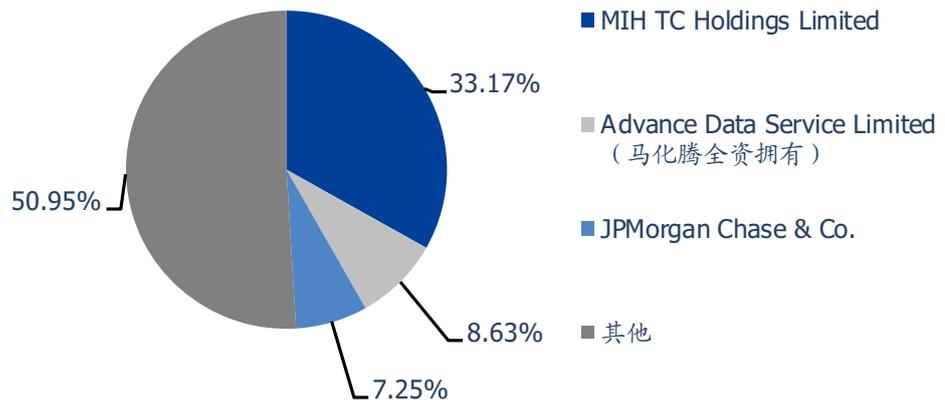


资料来源: 腾讯财报, 国盛证券研究所

7.1.5 股权结构: MIH 是第一大股东, 马化腾团队为实际控制人

MIH 无投票权, 马化腾及其管理团队实际掌握控制权。米拉德国际控股集团 (MIH TC Holdings Limited, 母公司为 Naspers——南非报业) 是腾讯第一大股东, 拥有 33.17% 的股份, 但没有投票权, 只有分红的权益。马化腾是腾讯主要创办人之一, 担任董事会主席执行官, 全面负责公司战略规划、定位和管理。其通过全资拥有的 Advance Data Services Limited 直接持有股份, 并且透过其全资附属公司马化腾环球基金会间接持有股份, 持股比例总共达 8.63%。刘炽平任总裁, 持有 0.49% 股份, 主要负责公司战略、投资、并购与投资者关系方面工作。

图表 152: 腾讯股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

7.2 盈利预测

腾讯流量护城河依然深厚，围绕全域覆盖的流量生态，腾讯主要的变现业务游戏短期承压，内容付费业务、社交广告业务的快速扩张将成为腾讯短中期增长的重要驱动力。长期来看 C 端流量红利结束，腾讯向金融支付、云服务等 B 端业务进行“产业互联网”转型，但构筑公司增长“第二曲线”之路道阻且长。

(1) 游戏业务：受 18 年 3 月底版号暂停影响，腾讯游戏上新节奏放缓，收入增速 18Q2 出现明显下滑 (yoy +7.4%)。A. 从政策层面看，版号暂停主要由于国家进行组织机构调整，版号审批放开只是时间问题；B. 腾讯核心端游 (《英雄联盟》《地下城与勇士》《穿越火线》) 和手游 (《王者荣耀》《QQ 飞车》《乱世王者》等) 流水依然稳健，手游时长占比受短视频冲击较小；C. 腾讯在游戏行业市占率过半，领先优势仍在扩大，7-9 月进入 iOS 收入榜 TOP10 的 6 款新品中腾讯占到 4 席，Q3 游戏业务增速预计有所回暖；D. 腾讯拥有丰富的端、手游大作储备，端游包括《绝地求生》《堡垒之夜》等，手游包括《完美世界》《剑网 3》《DNF 手游》《天堂 2 手游》等，为腾讯游戏后续增长提供持续动力。

假设腾讯的储备产品陆续于 2019 年开始贡献业绩，收入方面我们预计腾讯游戏业务总收入 (包含手游分账) 2018-2020 年同比增长 11.9%、15.7%、14.1%，其中手游增速为 24.3%、24.9%、23.0%，端游增速 -2.2%、2.4%、-1.6%。毛利率方面由于竞争格局未发生明显变化，预计手游与端游毛利率均维持稳定。

图表 153: 腾讯游戏业务盈利预测表

单位: 百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入	117,900	131,966	152,675	174,177
YoY	41.8%	11.9%	15.7%	14.1%
分账后总收入 (官方披露)	97,883	107,973	123,328	138,208
YoY	38.2%	10.3%	14.2%	12.1%
综合毛利润	58,920	64,549	72,934	80,932
毛利率	60.2%	59.8%	59.1%	58.6%
1. 移动游戏				
合计收入	62,800	78,080	97,494	119,896
YoY	63.5%	24.3%	24.9%	23.0%
分账后收入	42,783	54,086	68,146	83,928
分账占比	68.1%	69.3%	69.9%	70.0%
%自研	43.0%	46.0%	45.0%	45.0%
%代理	57.0%	54.0%	55.0%	55.0%
毛利润	23,105	29,523	37,066	45,649
自研毛利率	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
代理毛利率	45.7%	45.7%	45.7%	45.7%
2. PC 游戏				
合计收入	55,100	53,886	55,182	54,281
YoY	23.2%	-2.2%	2.4%	-1.6%
毛利润	35,815	35,026	35,868	35,282
毛利率	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%

资料来源: 国盛证券研究所

(2) 社交网络业务主要包括

A. 游戏分账 (微信/手 Q 的渠道分成) ——与手游增速相关，微信和手 Q 作为渠道为腾讯游戏进行导流，分成比例在 30%左右，成本率较低。

B. QQ 会员/QQ 秀等增值服务——受 QQ 月活用户数下滑影响，在付费率和 ARPPU 较

为成熟的情况下未来收入规模预计有所下降。

C. 腾讯视频——头部竞争格局形成，后红利时代用户增速放缓，会员价格即 ARPPU 较为稳定，未来增长主要受益于用户付费率提升。预计 18-20 年收入同比增长 83.2%、31.2%、17.9%；内容成本高企影响毛利率，但盈亏平衡点靠近，预计 18-20 年毛利率为-4.0%、3%、8.0%。

D. 腾讯音乐——在线音乐和网络 K 歌领域用户覆盖率在 90%左右，用户增长放缓。在线音乐 ARPPU 稳定，增长动力主要来自于付费率提升；网络 K 歌业务受益于直播打赏模式，ARPPU 较高，且快速增长，付费率亦有较大提升空间。预计 18-20 年音乐业务收入同比增长 60.8%、36.5%、23.5%。毛利率方面受益于规模效应和议价能力提升，预计 18-20 年毛利率为 41.0%、44.0%、47.0%。

E. 阅文集团——依靠多个 PC/移动端自营平台及腾讯导流优势，预计未来用户将继续保持增长，但增速放缓。数字阅读付费率提升难度大，ARPPU 提升是未来增长的重要推手。此外 IP 运营亦将保持较高增速。预计 18-20 年阅文增速为 16.5%、23.3%、19.2%。考虑到阅文规模优势以及腾讯泛娱乐版图下 IP 联动带来的议价能力增强，预计 18-20 年毛利率为 52.0%、52.8%、53.4%。

F. 动漫直播等其他数字内容收入——此块业务收入规模较小，假设未来收入不增长，且毛利率保持稳定。

图表 154: 腾讯社交网络业务盈利预测表

单位: 百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
合计收入	56,100	72,597	89,082	105,099
YoY	51.8%	29.4%	22.7%	18.0%
综合毛利润	33,674	40,512	50,343	61,463
毛利率	60.0%	55.8%	56.5%	58.5%
1. 游戏分账				
收入	20,017	23,994	29,348	35,969
YoY	62.8%	19.9%	22.3%	22.6%
毛利润	19,016	22,794	27,880	34,170
毛利率	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
2. QQ 会员等				
收入	10,512	10,077	9,795	9,502
YoY		-4.1%	-2.8%	-3.0%
QQ MAU	834	800	777	754
YoY	-5.2%	-4.1%	-2.8%	-3.0%
付费率	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
ARPPU	180	180	180	180
毛利润	8,410	8,062	7,836	7,601
毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
3. 腾讯视频				
收入 (不含广告)	6,732	12,335	16,190	19,085
YoY		83.2%	31.2%	17.9%
腾讯视频 MAU	458	506	537	540
YoY		10.3%	6.2%	0.5%
付费率	11.1%	17.6%	21.1%	24.3%
ARPPU	132	139	143	146
毛利润	-67	-493	486	1,527
毛利率	-1.0%	-4.0%	3.0%	8.0%
4. 腾讯音乐				

收入		10,981	17,659	24,107	29,774
	YoY	151.8%	60.8%	36.5%	23.5%
--在线音乐总收入		3,149	4,068	4,697	5,163
	YoY	46.9%	29.2%	15.5%	9.9%
在线音乐_订阅		1,841	2,400	2,771	3,046
	YoY	-	30.4%	15.5%	9.9%
	%订阅	58.5%	59.0%	59.0%	59.0%
--社交娱乐总收入		7,832	13,591	19,410	24,611
	YoY	253.3%	73.5%	42.8%	26.8%
在线音乐 MAU		606	631	643	650
	YoY		4.1%	2.0%	1.0%
社交娱乐 MAU		201	233	252	272
	YoY		16.1%	8.0%	8.0%
在线音乐_付费率		2.8%	3.7%	4.1%	4.3%
社交娱乐_付费率		3.7%	4.3%	4.6%	4.8%
在线音乐_ARPPU (元)		107	104	104	109
社交娱乐_ARPPU (元)		1,059	1,372	1,684	1,886
毛利润		3,810	7,240	10,607	13,994
	毛利率	34.7%	41.0%	44.0%	47.0%

5. 阅文集团

收入		4,095	4,770	5,880	7,008
	YoY	60.1%	16.5%	23.3%	19.2%
--自营收入		2,955	3,234	3,913	4,596
	YoY	71.4%	9.5%	21.0%	17.5%
阅文 MAU		192	209	219	226
	YoY	12.7%	9.0%	5.0%	3.0%
付费率		5.8%	5.2%	5.6%	6.2%
ARPPU		266	298	319	328
--第三方平台收入		465	605	756	929
	YoY	86.0%	30.0%	25.0%	23.0%
--IP运营收入		366	622	902	1,173
	YoY	48.2%	70.0%	45.0%	30.0%
--其他收入		309	309	309	309
	YoY	-7.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润		2,075	2,409	3,144	3,817
	毛利率	50.7%	52.5%	55.0%	56.0%

6. 动漫直播及其他

收入		3,762	3,762	3,762	3,762
	YoY		0.0%	0.0%	0.0%
毛利润		429	429	429	429
	毛利率	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%

资料来源：国盛证券研究所

(3) 广告业务主要包括

A. 社交广告——涵盖腾讯两大核心社交产品微信和QQ。微信广告分为朋友圈广告、公众号广告以及小程序广告。其中朋友圈广告的增长主要由朋友圈广告加载率(4%左右)、广告填充率(67%左右)以及CPM单价决定。今年3月朋友圈广告数量由1条增至2

条，但收入并未实现翻倍增长，主要由于三四线城市广告填充率不及预期。我们判断公司架构调整后广告营销业务的整合能力有望加强，广告填充率将得到提升。此外，当前朋友圈广告加载率较低，未来仍有进一步提高空间。预计朋友圈广告 18-20 年同比增长 57.2%、46.7%、36.4%。QQ 广告主要是 QQ 空间信息流广告。此外社交广告版图还包括应用宝、浏览器、移动网盟以及 PC 端的广告收入。预计 18-20 年社交广告总体收入增速为 54.0%、39.0%、28.5%，毛利率随着高毛利的朋友圈广告收入扩大而提升，预计 18-20 年分别为 52.1%、52.3%、52.5%。

B 媒体广告——主要包括腾讯视频、天天快报以及腾讯新闻等媒体端产生的广告收入。受益于腾讯视频和资讯信息流广告的快速扩张，预计媒体广告业务 18-20 年收入同比增长 31.5%、28.0%、25.0%。毛利率较低主要受到腾讯视频较高的内容摊销成本影响，预计 18-20 年毛利率均为 11.0%。

图表 155: 腾讯广告业务盈利预测表

单位: 百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
社交广告				
合计收入	25,610	39,434	54,796	70,435
YoY		54.0%	39.0%	28.5%
综合毛利润	13,296	20,545	28,658	36,978
毛利率	51.9%	52.1%	52.3%	52.5%
1. 朋友圈	10,000	15,719	23,067	31,458
YoY		57.2%	46.7%	36.4%
2. 公众号	5,000	5,587	6,263	6,764
YoY		11.7%	12.1%	8.0%
3. 小程序	10	2,738	7,147	10,006
YoY		-	161.1%	40.0%
4. QQ 信息流	4,500	4,141	4,099	4,058
YoY		-8.0%	-1.0%	-1.0%
5. 应用宝	500	1,800	2,430	3,281
YoY		260.0%	35.0%	35.0%
6. 浏览器	500	1,350	1,890	2,646
YoY		170.0%	40.0%	40.0%
7. 移动网盟	2,500	4,500	5,850	7,605
YoY		80.0%	30.0%	30.0%
8. PC 端	1,000	900	810	729
YoY		-10.0%	-10.0%	-10.0%
9. 与媒体广告交叉	1,600	2,700	3,240	3,888
YoY		68.8%	20.0%	20.0%
媒体广告				
合计收入	14,829	19,500	24,960	31,200
YoY		31.5%	28.0%	25.0%
综合毛利润	1,557	2,145	2,746	3,432
毛利率	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%

资料来源: 国盛证券研究所

(4) 其他业务

主要包括金融和云服务

A. 金融——主要由支付业务贡献收入。截至 2018 年中，财付通用户渗透率已经达到 85.4%，财付通用户数量增速未来将有所放缓；单用户收入方面对标 PayPal 50 美元

(2014-2015年)水平,考虑到财付通与 PayPal 的交易费率、交易频率以及单次交易金额的差异,预计财付通未来单用户收入贡献将快速增长。预计腾讯金融业务 18-20 年收入同比增长 55.3%、26.3%、12.8%。由于获客难度增大、竞争格局未明,未来毛利率将有所下滑,预计 18-20 年金融业务毛利率为 29.0%、27.9%、26.8%。

B. 云服务——当前腾讯云是阿里云市场份额的 25%左右,考虑到行业景气度高,腾讯云覆盖更广,细分领域有优势,未来可能形成规模效应。预计 18-20 年云服务收入同比增长 150%、100%、70%,扩张期毛利率承压,预计 18-20 年毛利率为 19.0%、18.0%、18.0%。

图表 156: 腾讯其他业务盈利预测表

单位: 百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
金融业务				
合计收入	39,103	60,728	76,727	86,527
YoY		55.3%	26.3%	12.8%
毛利润	11,731	17,611	21,394	23,212
毛利率	30.0%	29.0%	27.9%	26.8%
1. 财付通				
收入	39,103	60,728	76,227	85,527
YoY		55.3%	25.5%	12.2%
移动互联网用户规模	1,085	1,139	1,185	1,209
财付通渗透率	84.8%	86.5%	87.0%	87.0%
财付通用户数量	920	985	1,031	1,051
代理单用户贡献收入(元)	43	62	74	81
毛利润	11,731	17,611	21,344	23,092
毛利率	30.0%	29.0%	28.0%	27.0%
2. 其他金融服务				
收入	0	0	500	1,000
YoY				100.0%
毛利润	0	0	50	120
毛利率	0.0%	0.0%	10.0%	12.0%
腾讯云				
收入	3,531	8,828	17,656	30,015
YoY		150.0%	100.0%	70.0%
毛利润	742	1,677	3,178	5,403
毛利率	21.0%	19.0%	18.0%	18.0%
其他				
收入	703	700	700	700
YoY		-0.5%	0.0%	0.0%
毛利润	-2,995	-2,800	-2,450	-1,400
毛利率	-425.7%	-400.0%	-350.0%	-200.0%

资料来源: 国盛证券研究所

从合计口径来看,我们预计腾讯控股 2018 年-2020 年总收入为 3097.6 亿、3872.5 亿、4621.8 亿,同比增长 30.3%、25.0%、19.4%; 毛利率为 46.6%、45.7%、45.4%。预计腾讯 2018-2020 年非通用会计准则下 (Non-GAAP) 净利润为 742.6 亿、895.3 亿、1074.0 亿,同比增长 24.0%、23.1%、23.2%; 对应摊薄后 Non-GAAP EPS 为 7.80、9.38、11.23 元,同比增长 13.8%、20.3%、19.7%。

图表 157: 腾讯盈利预测总表

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
1. 增值服务 (游戏+社交网络)					
合计收入		153,983	180,570	212,409	243,308
	YoY	42.8%	17.3%	17.6%	14.5%
毛利润		92,594	105,061	123,277	142,395
	毛利率	60.1%	58.2%	58.0%	58.5%
2. 广告业务 (社交广告+媒体广告)					
收入		40,439	58,934	79,756	101,635
	YoY	49.9%	45.7%	35.3%	27.4%
毛利润		14,853	22,690	31,404	40,410
	毛利率	36.7%	38.5%	39.4%	39.8%
3. 其他业务 (金融+云计算等)					
收入		43,338	70,256	95,083	117,242
	YoY	152.6%	62.1%	35.3%	23.3%
毛利润		9,478	16,489	22,122	27,215
	毛利率	21.9%	23.5%	23.3%	23.2%
总收入		237,760	309,760	387,248	462,184
	YoY	56.5%	30.3%	25.0%	19.4%
毛利润		116,925	144,239	176,802	210,021
	毛利率	49.2%	46.6%	45.7%	45.4%
Non-GAAP 运营利润		82,023	95,063	115,377	138,113
	YoY	34.5%	30.7%	29.8%	29.9%
Non-GAAP 净利润		65,126	74,258	89,527	107,397
	YoY	27.4%	24.0%	23.1%	23.2%
Non-GAAP Basic EPS		6.92	7.87	9.47	11.34
	YoY	43.1%	13.8%	20.3%	19.7%
Non-GAAP Diluted EPS		6.85	7.80	9.38	11.23
	YoY	43.1%	13.8%	20.3%	19.7%

资料来源: 国盛证券研究所

7.3 估值分析

将腾讯与其他社交、内容消费类互联网公司进行对比: **(1) 从收入来看**, 腾讯季均单用户收入达到 10.5 美元, 高出 Facebook (5.93 美元) 77%, 仅次于依靠付费用户订阅的 Netflix (Netflix 月活用户基本为付费订阅用户, 因此单用户收入较高)。 **(2) 从估值来看**, 腾讯单用户估值达到 348 美元, 估值/季度收入高出 Netflix 和 Facebook。溢价背后是腾讯在泛娱乐领域的货币化能力、商业化应用场景渗透、金融支付和云业务领域的攻城拔寨, 比单一变现模式挖掘了更多用户价值。

估值/收入本质上是 P/S 估值, 对于拥有较为成熟变现模式的腾讯并不适合。因此我们将采用 PE/G 和 SOTP 两种方式对腾讯进行估值。

图表158: 腾讯全球可比公司单用户价值对照表

可比公司	月活 (亿)	单季收入 (亿美元)	季度单用户收入 (美元)	市值 (亿美元)	单用户估值 (美元)	估值/收入
Facebook	22.3	132.13	5.93	4216	189	31.91
微博	4.3	7.76	1.80	122	28	15.78
Twitter	3.3	7.58	2.33	209	64	27.53
Netflix	0.8	39.99	50.86	1316	1674	32.91
爱奇艺	5.3	9.33	1.77	160	30	2.45
B站	0.9	1.55	1.82	34	40	3.10
YY	0.8	5.70	7.11	36	45	0.91
虎牙	0.9	1.57	1.72	40	44	3.65
腾讯控股	10.6	111.35	10.50	3690	348	33.14

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

注: 除Twitter和Netflix为18Q3口径外, 其余为18Q2口径; Netflix月活数为付费会员数量

图表159: 腾讯全球可比公司PE/PS及增速对照表 (2018年10月24日收盘价)

	收入CAGR	18E PS	19E PS	20E PS	净利润CAGR	18E PE	19E PE	20E PE
金融、云计算								
阿里巴巴	42.7%	6.7	4.8	3.6	26.9%	26.8	20.0	15.5
Amazon	24.6%	3.7	3.0	2.5	72.1%	65.4	47.1	34.0
PayPal	17.6%	6.7	5.7	4.8	20.7%	35.9	30.3	25.3
搜索								
百度	19.7%	4.5	3.8	3.2	14.4%	19.6	17.2	14.1
Google	20.3%	7.0	5.9	5.0	17.5%	20.9	18.5	15.7
社交网络								
FB	27.0%	8.0	6.5	5.4	11.4%	18.0	16.2	15.7
微博	38.6%	7.4	5.5	4.3	41.3%	20.8	15.1	11.5
Twitter	14.5%	7.5	6.6	5.9	30.1%	41.3	37.1	30.1
内容付费								
Netflix	27.7%	9.2	7.3	6.0	64.7%	103.7	73.1	45.3
爱奇艺	35.2%	4.6	3.4	2.7	-	0.0	0.0	0.0
B站	55.3%	6.3	3.9	2.7	扭亏	0.0	137.8	37.8
欢聚时代	25.7%	1.7	1.4	1.2	17.8%	8.4	7.1	5.9
虎牙	63.4%	6.7	4.3	3.2	扭亏	85.7	37.9	22.1
游戏								
动视暴雪	7.4%	7.0	6.5	6.1	13.0%	26.0	22.5	20.8
网易	22.2%	2.8	2.3	1.9	3.3%	20.1	16.4	13.7
EA	5.8%	5.7	5.2	4.9	10.4%	21.1	18.2	16.4
完美世界	16.8%	3.3	2.8	2.4	20.7%	16.1	13.2	11.3
IGG	14.9%	12.0	10.7	10.4	15.3%	6.8	6.0	5.8
腾讯控股	24.8%	7.5	6.0	5.0	18.1%	31.3	26.0	21.6

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

注: 净利润为Non-GAAP口径; CAGR为Bloomberg一致预期中17A-20E的复合增速

7.3.1 PE/G 估值，目标价 313 港元

考虑到腾讯在社交、内容付费、游戏、金融及云计算等领域的布局，我们列举了相关领域全球领先的公司作为腾讯 PE/G 估值的参照系。剔除 PE/G 失真的爱奇艺、B 站以及虎牙，我们测算得到 19 年全球可比公司平均 PE/G 为 1.14，以此计算得到腾讯 19 年目标价为 278 元人民币，即 313 港元（取人民币对港元汇率为 1:1.126）。

图表160: 腾讯全球可比公司PE/G对照表（2018年10月24日收盘价）

	19年PE/G	18E PE	19E PE	20E PE
金融、云计算				
阿里巴巴	0.69	26.8	20.0	15.5
Amazon	1.29	65.4	47.1	34.0
PayPal	1.46	35.9	30.3	25.3
搜索				
百度	0.95	19.6	17.2	14.1
Google	1.13	20.9	18.5	15.7
社交网络				
FB	1.45	18.0	16.2	15.7
微博	0.44	20.8	15.1	11.5
Twitter	2.29	41.3	37.1	30.1
内容付费				
Netflix	1.33	103.7	73.1	45.3
爱奇艺	-	-	-	-
B站	-	-	137.8	37.8
欢聚时代	0.39	8.4	7.1	5.9
虎牙	-	85.7	37.9	22.1
游戏				
动视暴雪	2.00	26.0	22.5	20.8
网易	0.76	20.1	16.4	13.7
EA	1.31	21.1	18.2	16.4
完美世界	0.68	16.1	13.2	11.3
IGG	0.78	6.8	6.0	5.8
腾讯控股	1.30	31.6	26.6	22.4
剔除异常值后平均	1.14			

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

注: 计算剔除后PE/G平均值时剔除公司包括爱奇艺、B站、虎牙

7.3.2 SOTP 估值，目标价 320 港元

分部估值来看，**1) 游戏方面**端游持续贡献稳定现金流，考虑到未来增速放缓，给予 10 倍 PE，而手游参考全球头部游戏公司 19 年估值和放缓的行业增速，给予 20 倍 PE。**2) 社交网络方面**，视频参考爱奇艺和 B 站，给予 3.5 倍 PS；音乐和文学未来三年复合增速分别为 39%、23%，两块业务均分别给予 25 倍、20 倍估值；QQ 会员/QQ 秀等增值服务收入较为稳定，给予 8 倍 PE。**3) 广告业务方面**，社交广告未来三年复合增速 34%，考虑到腾讯架构调整后对广告销售进行整合强化，货币化潜力仍然较大，给予 30 倍 PE；媒体广告收入主要由腾讯视频贡献，参考爱奇艺估值给予 3.5 倍 PS。**4) 其他业务方面**，金融业务参考蚂蚁金服及自身复合增速，给予 15 倍 PE，云业务参考云计算行业给予保守 3 倍 P/S。5) 此外，前文我们测算得到腾讯投资业务中性估值为 5872 亿元。

腾讯分部估值加总后19年目标市值26840亿人民币,对应目标价284元人民币,即320港元(取人民币对港元汇率为1:1.126)。

图表161: 腾讯分部估值表(亿人民币)

	19E营收	利润率	19E净利润	利润增速	2019 PE	2019 PS	非全资持股	估值
游戏业务(含分账)								
端游	552	50%	276	0.4%	10			2759
手游	975	40%	390	24.4%	20			7800
社交网络业务(剔除手游分账)								
视频	162	-	-	-		3.5		567
音乐	241	21%	51	39.0%	25		58.10%	735
文学	59	22%	13	22.8%	20		54.30%	140
QQ会员等	98	40%	39	-2.9%	8			313
广告业务								
社交广告	548	35%	192	34.2%	30			5754
媒体广告	250	-	-	26.5%		3.5		874
其他业务								
金融	767	13%	100	14.8%	15			1496
云服务	177	-	-	-		3		530
其他项								
投资								5872
							合计	26840

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

注: 净利润为Non-GAAP口径; CAGR为Bloomberg一致预期中17A-20E的复合增速

风险提示

游戏行业政策监管变化

当前版号审核未开放,版号审核机制可能发生革新。游戏监管政策仍存在较大不确定性,进而影响公司的游戏业务收入。

游戏流水下滑或新游戏不及预期

当前《王者荣耀》流水有所下滑,不排除未来持续快速下滑风险;《绝地求生:刺激战场》用户规模较大,但其变现能力仍然具有不确定性。

微信用户流失/时长下滑风险

用户时长争夺激烈,公司流量生态在未来是否会受到冲击具有不确定性。

广告业务货币化不及预期

因广告增加影响用户体验,广告填充率或不达预期。

组织架构调整不及预期

公司为了迎合产业互联网化调整组织架构,但受制于既有的庞大组织体系,架构调整效果或不及预期,从而影响公司B端业务的拓展。

云计算业务发展不及预期

云计算行业竞争激烈,腾讯云业务降价,可能导致亏损扩大,云业务发展不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com