

游戏增长稳健，视频号和2B业务进一步打开空间

证券研究报告

2021年06月16日

腾讯控股 (0700.HK) 首次覆盖

● 核心结论

腾讯娱乐赛道全覆盖，随时代不断进化。视频和游戏是中国线上娱乐最主要的赛道，在线长视频和短视频行业规模合计超2000亿，网络游戏约3000亿。腾讯集团以社交网络业务为核心，布局游戏、媒体、金融科技和云等领域，且各个赛道均名列前茅：2020年腾讯游戏收入全球第一，腾讯视频付费用户数量全国第一，腾讯云收入全国第二。腾讯具备强大的组织能力，能自我修正，不断进化。腾讯经历了四次重大组织变革，每一次都精准把握了互联网时代变迁的脉搏，大而不僵，随时代变革。

腾讯游戏社交流量壁垒高，内生外延发展并举。2020年腾讯游戏收入1912亿元，同比增长35.5%，手游研发收入在中国市场手游市占率达到40%。得益于强大的社交网络流量支持，《王者荣耀》和《和平精英》两款大DAU游戏常年位居中国iOS畅销榜前三。内生实行赛马机制，良好的内部竞争机制培养出了天美、光子等王牌工作室。外延绑定优质CP，从2008年开始不断战略投资海内外优秀的研发厂商，进行战略卡位。

腾讯广告覆盖海量用户，产品丰富。2020年腾讯广告业务营收823亿元，同比增长20%，占腾讯总营收比例17%，是中国第三大互联网广告公司。腾讯广告覆盖海量用户，但广告变现一直比较克制，腾讯的非网盟社交广告单用户营收是阿里的1/6，抖音的1/3。目前朋友圈广告开放了4个库存位，我们预计未来有提升到至少8个的空间。视频号处于发展早期，未来广告变现参考2020年抖音的1000亿和快手的400亿，也有较大的空间。

腾讯金融科技和企业服务未来将成公司发展重要引擎之一。2020年腾讯金融科技及企业服务收入1281亿元，同比增长26%。由于腾讯长期在游戏、社交平台、支付等领域的用户流量和产品积累，腾讯云计算目前在消费互联网和金融领域具备较大优势。支付业务弯道超车，金融衍生服务稳健追赶，微信支付日均支付笔数超过支付宝。

投资建议：我们预计公司2021/22/23年净利润1511/1874/2314亿元，同比增长23%/24%/23%。采用DCF方法和分部估值法得到公司总估值约8.0万亿港元，目标价825港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：短视频不及预期，游戏流水不及预期，竞争风险，政策风险

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	377,289	482,064	599,324	727,742	860,077
增长率	21%	28%	24%	21%	18%
归母净利润 (百万元)	94,351	122,742	151,141	187,439	231,351
增长率	22%	30%	23%	24%	23%
每股收益 (EPS)	9.83	12.74	15.58	19.26	23.54
市盈率 (P/E)	50.59	39.03	31.91	25.81	21.12
市净率 (P/B)	9.77	6.16	5.18	4.33	3.63

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

00700

前次评级

评级变动

首次

当前价格

596.5

近一年股价走势



分析师



李艳丽 S0800518050001



021-38584239



liyanli@research.xbmail.com.cn

联系人



卢翌



luyi@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	8
关键假设	8
区别于市场的观点	8
股价上涨催化剂	8
估值与目标价	8
腾讯控股核心指标概览	9
一、娱乐赛道全覆盖，生态型组织不断进化	10
1.1 卡位最好的娱乐赛道，并位居行业第一	10
1.2 生态型组织，不断进化，踏浪而行	14
1.3 看好微信视频号和 2B 业务的发展潜力	20
二、内容视频化，游戏精品化，2B 业务展潜力大	21
2.1 短视频：广告和电商商业化空间大	21
2.1.1 内容视频化时代已来，用户高增长	21
2.1.2 打赏、广告和电商变现占比大，商业化空间大	23
2.1.3 抖快第一集团，微信视频号强势崛起	24
2.2 中国游戏精品化时代，利好头部 CP	26
2.2.1 手游精品化趋势显著，头部 CP 受益	26
2.2.2 MOBA/STG 品类社交效应强，玩家基数大，游戏时长占比高	28
2.2.3 二次元、女性向等垂直品类增长较快	31
2.2.4 中国手游出海空间广阔	32
2.3 中国互联网的未来看 B 端赋能	33
2.3.1 中国云服务增速高，底层领域头部效应强，SaaS 市场格局分散	33
2.3.2 第三方支付 C 端两大巨头鼎立，未来方向在 B 端赋能	37
三、腾讯生态体系完善，变现渠道多元	43
3.1 腾讯游戏：内生外延，社交流量壁垒高，稳居世界游戏龙头	43
3.1.1 手游世界龙头，两款拳头游戏霸榜全球	43
3.1.2 充分利用社交流量优势，建立大 DAU 类游戏壁垒	46
3.1.3 内生实行赛马机制，外延绑定优质 CP	48
3.1.4 即将上线爆款潜质新游，布局细分品类，探索技术创新	53
3.2 腾讯广告：海量用户，产品丰富，增长空间犹大	55
3.2.1 中国第三大互联网广告公司	55
3.2.2 架构调整后整合资源，提高效率	56
3.2.3 海量用户，矩阵丰富，技术先进	58
3.2.4 腾讯广告的增长空间犹大	61

3.3 腾讯金融科技和企业服务：未来将成公司发展重要引擎之一	64
3.3.1 腾讯云技术布局逐步完善，未来发力点在 SaaS	64
3.3.2 支付业务弯道超车，金融衍生服务稳健追赶	67
3.4 腾讯投资组合：对外投资扩大版图，把握发展新机遇	71
3.4.1 布局 849 家企业，对外投资规模日益扩大	71
3.4.2 文娱游戏为近年投资重点，初投出手偏早期	72
四、盈利预测和估值	75
4.1 盈利预测	75
4.2 估值	78
4.2.1 DCF 估值	78
4.2.1 分部估值	79
五、风险提示	82

图表目录

图 1：腾讯控股核心指标概览图	9
图 2：在线娱乐中视频和游戏市场规模最大	10
图 3：在线娱乐中短视频用户规模最大，即时通信次之	11
图 4：单用户变现效率游戏最高，短视频潜力最大	11
图 5：腾讯业务布局及排名	12
图 6：腾讯产品矩阵丰富，变现渠道多元	13
图 7：2020 年腾讯总营业收入同比增长 28%	13
图 8：2020 年公司收入占比较大的业务板块是游戏和金融支付	13
图 9：游戏和金融科技收入占腾讯总收入比例较大	14
图 10：腾讯总毛利润中游戏业务占比最大	14
图 11：腾讯的费用率水平一直保持较稳定水平	14
图 12：2020 年腾讯非国际财务报告准则净利润同比增长 30%	14
图 13：第一次变革：2005 年 BU (Business Unit) 化	15
图 14：第二次变革：BG (Business Group 事业群) 化	16
图 15：2012 年架构调整后手游收入高速增长	16
图 16：诞生于 2011 年的微信在 2012 架构调整后用户继续高增长	16
图 17：第三次变革：2018 年“930 变革”	17
图 18：腾讯视频会员数最近三个季度领先爱奇艺优势扩大	18
图 19：第四次变革：2021 年 PCG 战略调整	19
图 20：微信视频号和直播具备社交流量和电商闭环优势	20
图 21：传播内容的形态、分发形式正在向视频和去中心化演变	21
图 22：截至 2020 年 6 月全国短视频用户达到 8.18 亿	22
图 23：2019-2025 年国内短视频平均日活用户数 CAGR 预计为 10.4%	22
图 24：新网民对短视频的使用率最高	22

图 25: 短视频月人均使用时长最长且增长最快	22
图 26: 短视频平台的变现模式目前以广告和打赏抽成为主	23
图 27: 短视频和直播平台移动广告市场规模预计到 2025 年将增长到 4653 亿元	23
图 28: 2020 年 6 月有 33% 网民观看电商直播	24
图 29: 预计 2019-2025 年直播电商市场规模复合年增长率 58%	24
图 30: 2019-2025 年直播虚拟礼物打赏市场规模复合年增长率预计为 19.9%	24
图 31: 短视频 - 月度独立设备数份额	25
图 32: 短视频 - 月度独立设备数份额 (同一公司 APP 合并)	25
图 33: 微信视频号基于其庞大的社交流量飞速发展	25
图 34: 视频号将连接微信内部不同的生态圈	26
图 35: 中国游戏玩家 ARPU 值还有较大提升空间	27
图 36: 2020 年中国手游用户 ARPU 同比增幅达到 27%	27
图 37: 国内安卓渠道分成比例高达 50%	27
图 38: 2020 年上半年腾讯和网易手游的市场份额保持稳定	28
图 39: 中等手游公司市场规模将扩大	28
图 40: MOBA 类游戏具备比较强的对抗性	29
图 41: FPS 游戏可以给玩家很强的沉浸感体验	29
图 42: 射击类和 MOBA 类游戏月活数量都超过 2 亿	30
图 43: 2020 年 12 月 MOBA 类游戏的用户使用时长占比达保持第一	30
图 44: 2020 年中国移动游戏产品收入前 100 的产品中 MOBA 类游戏收入占比 15.28%	30
图 45: MOBA 类型游戏的电竞赛事产业非常发达	31
图 46: 国内核心二次元和泛二次元游戏产品逐渐丰富	31
图 47: 2019 年中国二次元手游销售收入同比增长 12.9%	32
图 48: 中国二次元游戏的渗透率逐年提高	32
图 49: 2018-2023 年女性向游戏市场规模的 CAGR 预计达到 18%	32
图 50: 东南亚等地区智能手机普及率仍然较低	33
图 51: 2020 年全球移动游戏市场收入有望达到 772 亿美元	33
图 52: 2020 年中国游戏出海收入同比增长高达 33%	33
图 53: 1H20 中国出海游戏的用户支出份额增长到 21%	33
图 54: 云计算包括三个层次	34
图 55: 2020 年全球公有云服务市场规模达到 3124 亿美元	34
图 56: 2020 年中国公有云服务市场规模增速接近 50%	34
图 57: 2018 年以来全球云计算基础设施市场头部企业市占率提升	35
图 58: 全球云计算基础设施服务市场 TOP3 企业市占率达到 58%	35
图 59: 中国云计算基础设施服务市场 TOP3 企业市占率达到 72%	36
图 60: AWS2020 年营业利润率已达到 30%	36
图 61: 阿里云 EBITDA 利润率即将转正	36
图 62: 2020H1 中国企业级 SAAS 行业竞争格局较为分散	37
图 63: 第三方支付规模超 280 万亿元	38

图 64: 移动支付规模快速扩大	38
图 65: 我国第三方支付市场产业链	38
图 66: 2020Q2 中国第三方移动支付市场份额	39
图 67: 第三方支付牌照发放节奏 (张)	39
图 68: 我国移动支付次数增速有所回落	41
图 69: 单笔支付金额小额化日渐显著	41
图 70: 我国移动支付规模占手机网民比例近九成	41
图 71: 我国电子支付渗透率已经处于比较高的水平	41
图 72: 我国个体工商户占比近七成	42
图 73: 个体工商户数量稳健增长 (万户)	42
图 74: 微信支付营销工具	42
图 75: 2020 年公司手机游戏收入同比增长 57%	43
图 76: 2020 年公司手机游戏占所有游戏收入占比达到 77%	43
图 77: 2020 年腾讯手游收入 (不包括渠道分发) 市占率约 40%	43
图 78: 2020 年腾讯两款自研手游全球收入远超其他竞争对手	45
图 79: 《王者荣耀》和《和平精英》的产品生命周期仍处在上升期中	46
图 80: 《和平精英》上线前的 2017 年 11 月中国手游下载量 TOP30 中有两款是网易出品的“吃鸡”手游	47
图 81: 腾讯将多个产品的分发场景聚合为第三方厂商提供开放平台渠道	48
图 82: 腾讯代理的第一款游戏是 MMO 类型的《凯旋》	49
图 83: 腾讯第一款自研的游戏产品为休闲游戏集合平台 QQ 游戏大厅	49
图 84: 腾讯是中国第三大互联网广告公司	55
图 85: 腾讯广告业务营收 (百万元)、增速和占收比	56
图 86: 腾讯广告业务拆解 (百万元)	56
图 87: 腾讯广告业务比例%	56
图 88: 腾讯广告业务架构变迁	57
图 89: 腾讯社交广告产品、平台及覆盖用户	58
图 90: 腾讯媒体广告产品、平台及覆盖用户	59
图 91: 腾讯广告技术工具非常多样化	60
图 92: 2017 年腾讯广告营收拆分	60
图 93: 2020 年腾讯广告营收拆分	60
图 94: 2020 年腾讯广告营收详细拆分	61
图 95: 2020 年各互联网公司的单用户广告营收 (元)	61
图 96: 微信所在的即时通讯行业使用时长最高但广告的收入占比较小	62
图 97: 抖音广告收入规模 (百万元)	63
图 98: 快手广告收入规模 (百万元)	63
图 99: 腾讯广告业务毛利润率	64
图 100: 目前腾讯云已有 300+款产品共同筑建完善的产品体系	64
图 101: 2020 年腾讯云业务收入同比增速 38%	65

图 102: 2021 财年阿里云营业收入同比增长 50%.....	65
图 103: 2021 年腾讯云全球可用区数量达到 66 个	65
图 104: 2021 年腾讯云全球 CDN 节点数量和阿里云相当	65
图 105: 腾讯云已能够为开发者提供一站式云游戏 PaaS 解决方案	66
图 106: 2020 年 12 月微信小程序月活用户达到 8.63 亿	67
图 107: 微信小程序行业分类更加均衡	67
图 108: 腾讯金融科技发展历程	67
图 109: 腾讯金融科技业务结构	68
图 110 支付宝和微信支付日均交易笔数 (亿笔)	69
图 111: 支付业务向其他金融业务引流	70
图 112: 投资组合规模日益壮大	71
图 113: 腾讯于联营公司新增投资规模整体处于扩大趋势	71
图 114: 腾讯对外投资和收购数量 (件)	72
图 115: 收购行业分布	72
图 116: 20-21 年腾讯着重加强游戏行业的投资	72
图 117: 投资阶段分布 (个)	73
图 118: 腾讯控股公司股价复盘	79
表 1: 腾讯影业和企鹅影视参与出品的多部电视剧与公司其他内容 IP 协同效应显著	17
表 2: 3A 主机游戏的研发投入远远高于手游	26
表 3: 手游分类	28
表 4: 2017-2020 年中国云计算相关政策汇总	34
表 5: 中国 SaaS 企业主要集中在 ERP、零售电商等赛道	36
表 6: 第三方支付相关政策文件	40
表 7: 2020 年全球发行商 TOP10 (根据全球 iOS&Google Play 综合收入排名)	44
表 8: 腾讯主要游戏 iOS 畅销榜排名	44
表 9: 国内 MOBA 类游戏中没有其他游戏能与《王者荣耀》抗衡	46
表 10: 腾讯一直在自研和代理两条线上同时发力, 均有头部作品	50
表 11: 腾讯游戏共有四个重要自研工作室	51
表 12: 腾讯战略投资的部分全球游戏研发商都具有较强的代表作	52
表 13: 2021 年腾讯游戏发布会展现了未来游戏的更多发展可能	53
表 14: 2021 年腾讯上线的全新投放管理平台可以一站式触达腾讯系所有流量	57
表 15: 微信朋友圈广告开放时间表	62
表 16: 朋友圈广告阶段性空间测算	63
表 17: 支付宝和微信支付费用率对比	68
表 18: 2020 年微信支付 VS 支付宝	69
表 19: 腾讯多轮加码垂类行业龙头	73
表 20: 预计 2021 年腾讯手游收入同比增长 20%	75
表 21: 预计 2021 年腾讯 PC 游戏收入同比增长 1.2%	75

表 22: 预计 2021 年腾讯社交网络收入同比增长 22%	76
表 23: 预计 2021 年腾讯网络广告收入同比增长 23%	76
表 24: 预计 2021 年腾讯金融科技及支付收入同比增长 33%	77
表 25: 预计 2021 年腾讯云收入同比增长 58%	77
表 26: 预计 2021 年公司净利润同比增长 23%	77
表 27: 我们用 DCF 估值得到腾讯目标价为 825 港元	78
表 28: 全球较为头部的游戏公司 2021 年 PE 平均估值约 26 倍（收盘价日期：北京时间 2021 年 6 月 16 日）	80
表 29: 全球以广告变现为主的头部互联网公司 2021 年 PE 平均估值约 26 倍（收盘价日期：北京时间 2021 年 6 月 16 日）	80
表 30: 国内和全球头部在线视频公司 2021 年 PS 平均估值约 5.7 倍（收盘价日期：北京时间 2021 年 6 月 16 日）	81
表 31: 在我们预测下腾讯集团 2021 年目标价为 825 港元（市值日期：北京时间 2021 年 6 月 16 日）	81

投资要点

关键假设

营业收入：我们预计 2021 年《王者荣耀》流水同比增长 20%+，《和平精英》流水同比增长 25%+，《英雄联盟手游》已在海外不同地区陆续上线，表现突出，国内预计年内上线，将贡献较大增量。后续 pipeline 中还有《DNF 手游》、《黎明觉醒》和《乐高无限》等关注度较高的游戏。我们预计手游业务收入 2021/22/23 年分别为 1760/2102/2417 亿元，同比增长 20%/19%/15%。

微信朋友圈和小程序广告仍有较大的增长空间，视频号也是另一个重要增长点。我们预计腾讯网络广告业务整体收入 2021/22/23 年达到 1011/1223/1478 亿元，同比增长 23%/21%/21%。

微信凭借自身流量基础与日常支付场景优势，日均支付笔数已领先支付宝，且随着年轻用户越来越倾向于在网络平台购买理财产品，腾讯财富管理业务将保持较高增速。我们预计金融科技板块收入 2021/2022/2023 年达到 1396/1742/2089 亿元，同比增长 33%/25%/20%。腾讯云将会是公司业务中收入增速最快的板块。我们预计 2021/2022/2023 年腾讯云业务收入达到 370/574/826 亿元，同比增长 58%/55%/44%。

因为 2021 年开始要加大投入，我们预计 2021 年整体毛利率同比下降 1.8 个百分点至 44.2%，2022/23 毛利率预计为 45.6%/45.9%。预计 2021/22/23 年销售费用率 7.0%/6.7%/6.7%；由于 3A 等高品质游戏和腾讯云业务技术投入增加，预计研发费用率也将有所增长，2021/22/23 年分别为 8.3%/8.2%/8.1%。

区别于市场的观点

1) 市场认为腾讯游戏没有持久的创新力，且较为依赖《王者荣耀》和《和平精英》，但我们认为腾讯游戏内生的“赛马机制”能够充分促进游戏创新，且已在细分品类和更高的游戏技术上有积累。

2) 市场认为腾讯广告增长被抖音压制，但我们认为微信朋友圈信息流广告增长空间犹大，视频号也将带来可观增量。

股价上涨催化剂

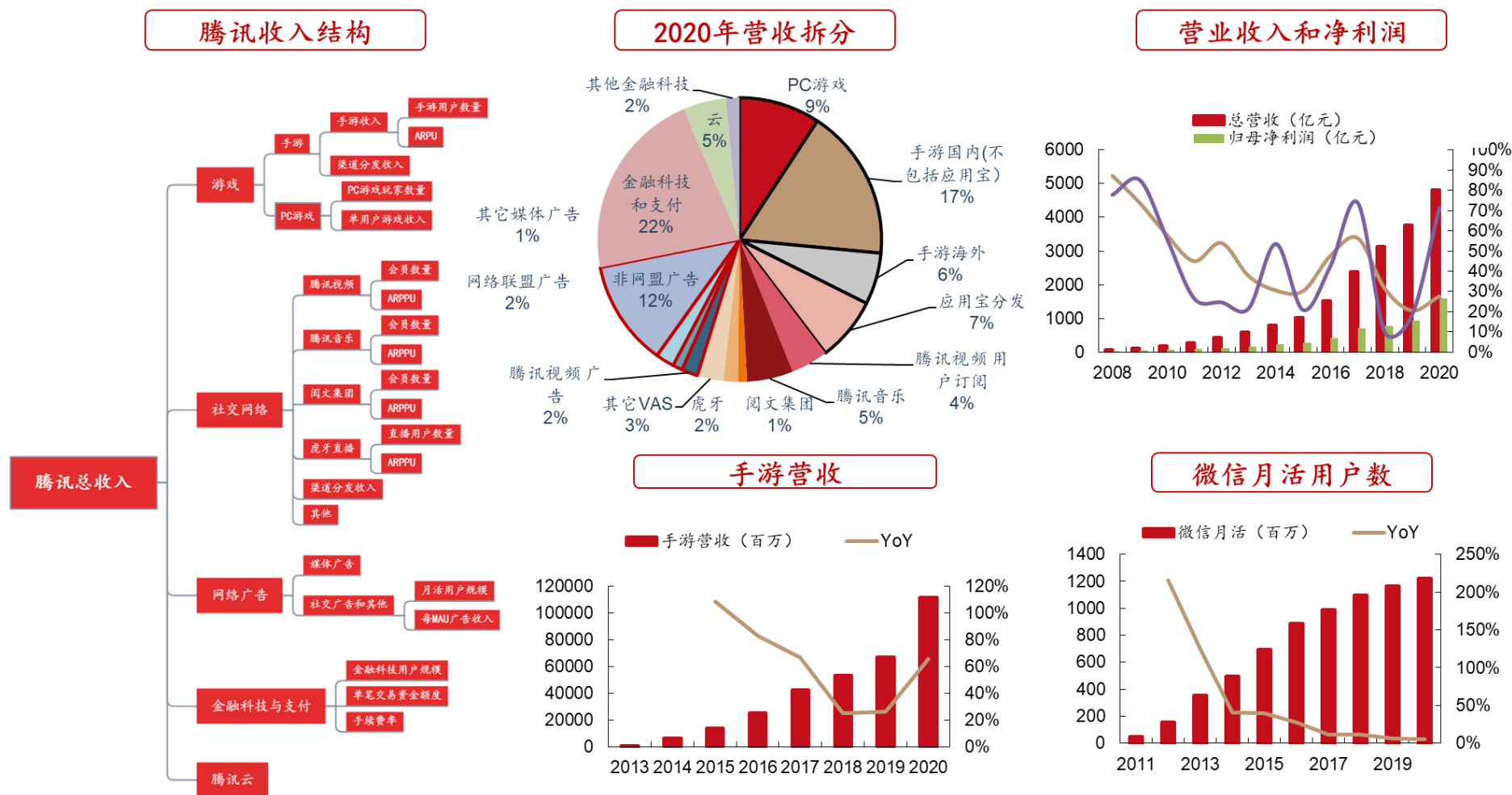
1、《英雄联盟手游》和《DNF 手游》上线且流水表现突出；2、视频号商业化进程加快。

估值与目标价

我们采用 DCF 和分部估值方法给腾讯估值。DCF 估值下，我们设 WACC 值约为 12%，永续增长率 3%；分部估值下，腾讯主体业务被拆分为网络游戏、网络广告、在线视频、金融科技、云计算，以及对外投资。最终得到 2021 年腾讯控股总估值约为 8.0 万亿港元，目标价为 825 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

腾讯控股核心指标概览

图 1：腾讯控股核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

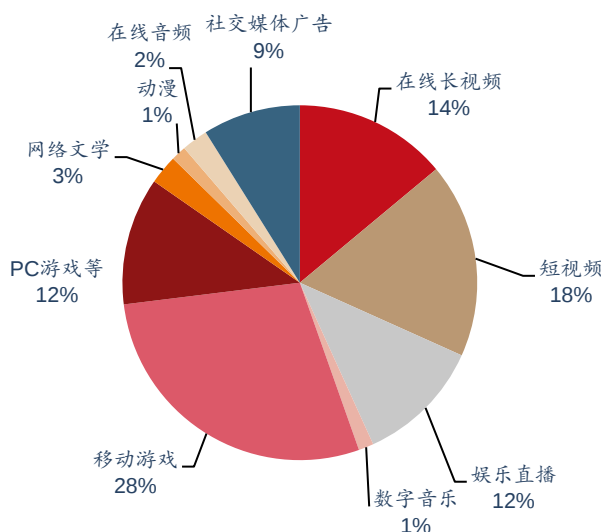
一、娱乐赛道全覆盖，生态型组织不断进化

1.1 卡位最好的娱乐赛道，并位居行业第一

中国用户主流的在线娱乐方式中，从市场规模角度看，视频和游戏是最主要的赛道。根据艾瑞咨询，2019年在线长视频行业规模达1023.4亿元，短视频市场规模达1302.4亿元，泛娱乐直播视频收入达843.4亿元，三者合计占比44%。2019年网络游戏市场规模约2939.3亿元，其中移动游戏市场规模占比不断扩大，达到71.2%；游戏赛道市场规模占主要娱乐形式市场规模的比重达到40%。2019年社交媒体广告市场规模653亿元，占主要娱乐形式市场规模的比重达到9%。

图2：在线娱乐中视频和游戏市场规模最大

2019年中国主要娱乐形式市场规模占比

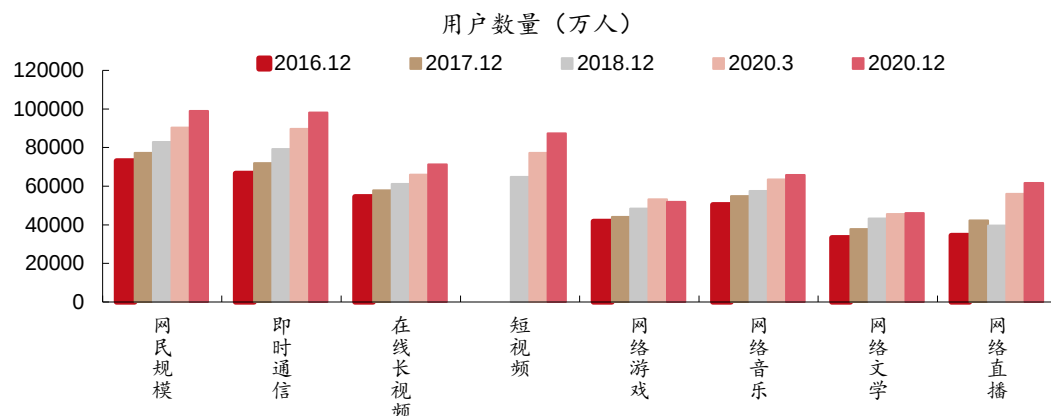


资料来源：艾瑞，西部证券研发中心

注：社交媒体只考虑广告的变现规模

从用户规模角度看，即时通信用户规模最大，截至2020年12月9.8亿人，较2020年3月增长8498万人，占网民比例99.2%。网络视频用户规模次之，截至2020年12月9.3亿人，较2020年3月增长7633万人，占网民比例93.7%，其中短视频用户8.7亿人，较2020年3月增长1亿人，占整体网民比例88.3%。

图3：在线娱乐中短视频用户规模最大，即时通信次之

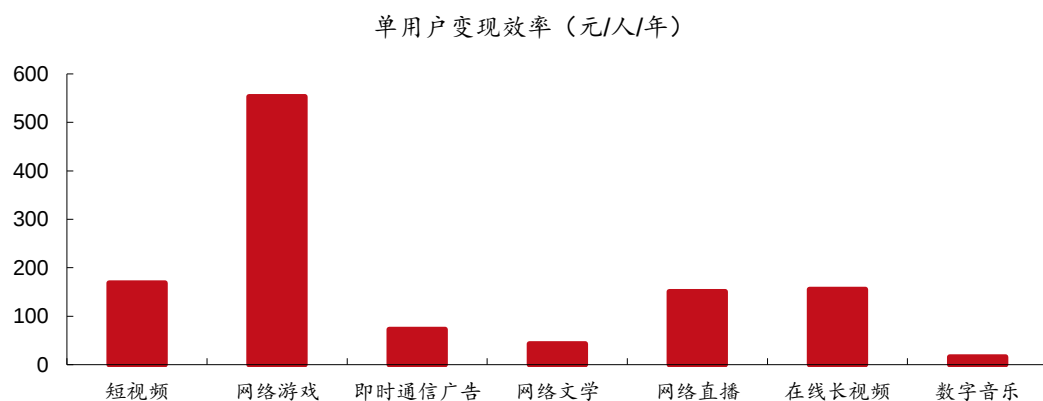


资料来源：CNNIC，艾瑞，西部证券研发中心

从单用户直接变现的角度来看，网络游戏远远领先于其他娱乐形式，2019年单游戏用户收入达到553元。即时通信用户是各种流量变现的入口，可以导流到游戏、电商、直播等进行变现，作用巨大。

2019年单个短视频用户带来的收入达到168元，落后于游戏，但短视频处于商业化的初期，变现潜力最大，增速最快。2019年短视频和直播广告市场规模约814亿元，预计到2025年将增长至4653亿元，复合年增长率33.7%。2019年直播电商的市场规模为4168亿元，预计到2025年将增长至64172亿元，2019-2025年复合年增长率57.7%。2019年直播打赏市场规模约1400亿元，预计到2025年市场规模增长至4166亿元，2019-2025年复合年增长率19.9%。

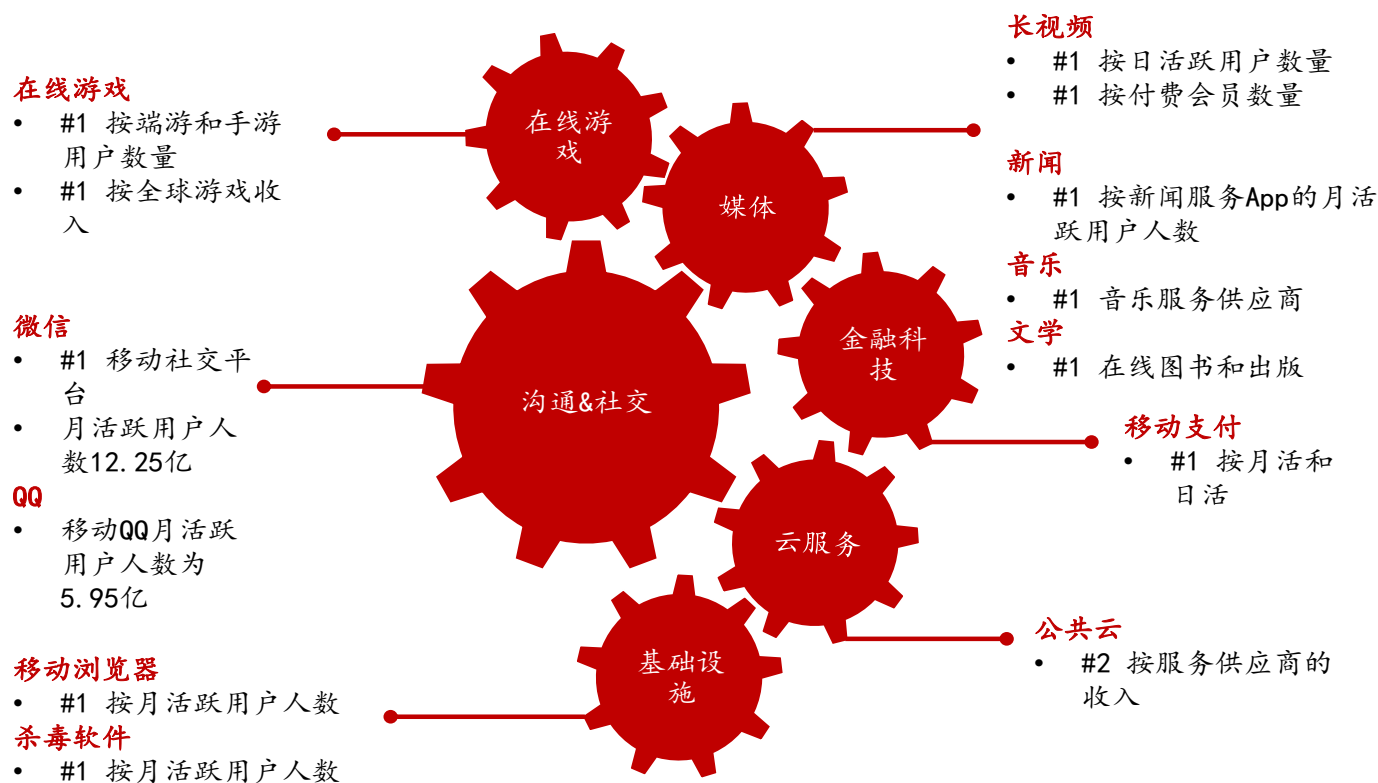
图4：单用户变现效率游戏最高，短视频潜力最大



资料来源：CNNIC，艾瑞，西部证券研发中心

腾讯集团以社交网络业务为核心，布局游戏、媒体、金融科技和云等领域。截至 2020 年 12 月 31 日，腾讯游戏的手游和端游用户数量全国第一，游戏收入全球第一；微信月活 12.25 亿，是中国第一大社交网络，QQ 月活 5.95 亿；腾讯视频日活数量全国第一，付费用户数量全国第一；腾讯新闻 App 月活在新闻类 App 中月活第一；腾讯音乐是中国第一大在线音乐服务提供商；腾讯拥有中国最大的在线图书内容和出版；移动支付方面按月活和日活排名中国第一；移动浏览器和杀毒 App 按月活全国第一；公有云服务按收入全国第二。

图 5：腾讯业务布局及排名



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：排名截至 2020 年 12 月 31 日

腾讯产品矩阵丰富，社交网络平台有微信和 QQ，媒体和数字内容方面有腾讯新闻，腾讯音乐（QQ 音乐、酷狗、酷我等），视频方面有微视、微信视频号两个短视频平台和腾讯视频一个长视频平台，在线文学方面有阅文、QQ 读书、微信读书。这些产品渗透到用户文化娱乐生活的每个角落，互相协同，通过广告、会员付费和道具购买等多种角度进行变现。

图6：腾讯产品矩阵丰富，变现渠道多元

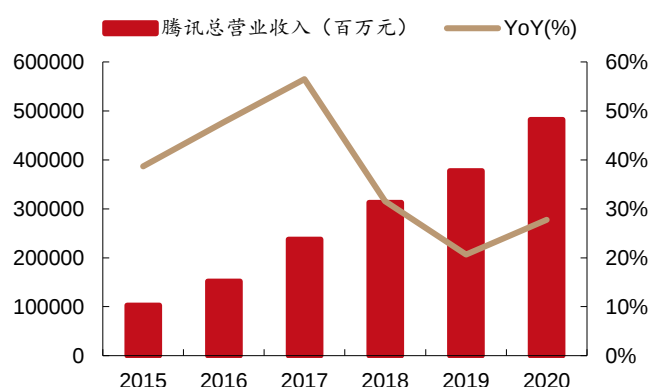


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：数据截至2020年12月31日

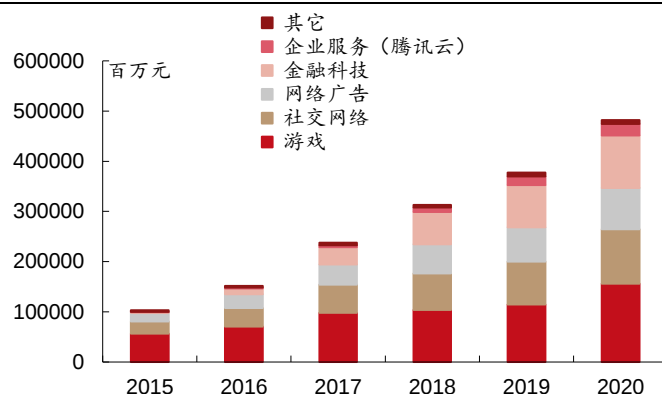
2020年腾讯总营业收入4821亿元，同比增长27.8%。公司营业收入主要由增值服务、网络广告、金融科技及企业服务和其他四个部分组成。增值服务收入包括网络游戏收入和社交网络收入（社交和媒体平台会员收入、游戏渠道分发收入），网络广告收入包括媒体广告收入（媒体平台广告收入）和社交及其他广告收入（微信/QQ广告收入、广告联盟收入），金融科技收入包括商业支付和理财平台收入，企业服务主要指腾讯云收入。

图7：2020年腾讯总营业收入同比增长28%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图8：2020年公司收入占比较大的业务板块是游戏和金融支付



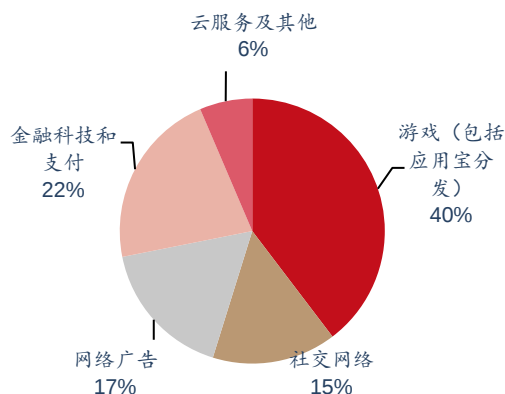
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2020年腾讯游戏业务总收入（包括应用宝分发）为1912亿元，占总收入比例40%；社交网络收入731亿元，占收入比例15%；网络广告收入823亿元，占收入比例17%；金融科技和支付收入1046亿元，占收入比例22%；云业务收入235亿元，占收入比例5%。

公司2020年总毛利润2215亿元，同比增长32%；总毛利率46%。游戏业务毛利润1214

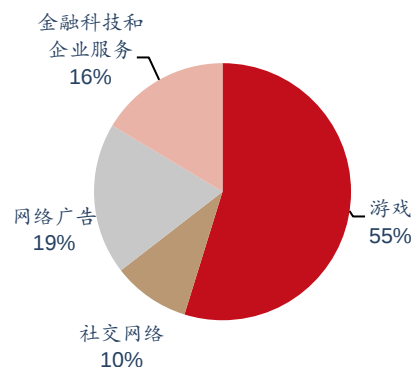
亿元，毛利率最高，占总毛利润的 55%；社交网络业务毛利润 216 亿元，占总毛利润约 10%；广告业务毛利润 423 亿元，占总毛利润 19%；金融科技及企业服务毛利润 363 亿元，占总毛利 16%。

图 9：游戏和金融科技收入占腾讯总收入比例较大



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

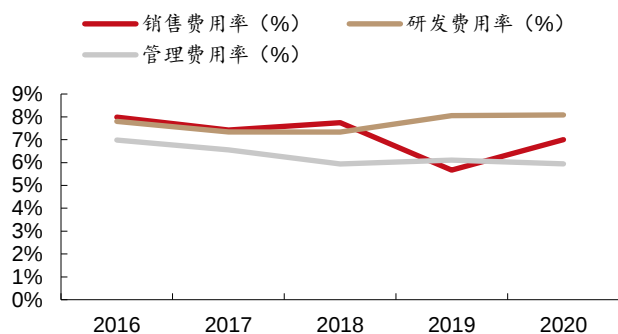
图 10：腾讯总毛利润中游戏业务占比最大



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

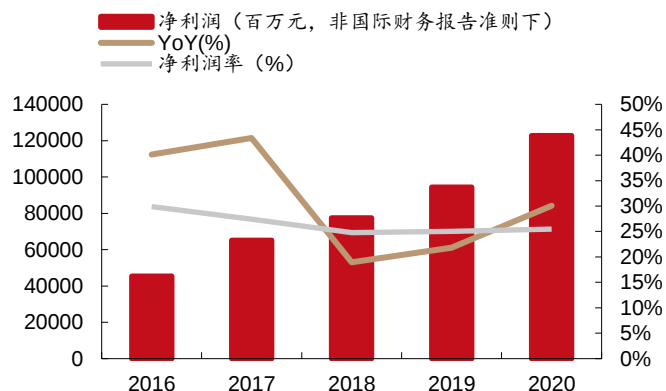
腾讯 2020 年销售及市场推广开支 338 亿元，销售费用率 7%。一般及行政开支 676 亿元，占收入比例 14%；其中研发费用约 390 亿元，研发费用率 8.1%。2020 年公司净利润（国际财务报告准则下）1598 亿元，同比增长 71.3%，净利率 33.2%。非国际财务报告准则净利润 1227 亿元，同比增长 30.1%，净利率 25.5%。

图 11：腾讯的费用率水平一直保持较稳定水平



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 12：2020 年腾讯非国际财务报告准则净利润同比增长 30%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.2 生态型组织，不断进化，踏浪而行

腾讯在各个业务赛道均处于行业前列，地位难以被撼动，但大公司的落后通常不是因为既有名单上竞争对手的挑战，而是在颠覆式创新来临之际，僵硬的组织架构难以及时应对变革，无法跟上时代的浪潮。

中国从传统通讯时代，到 PC 互联网，再到移动互联网，经历了数轮变革。在这个过程中，腾讯做到了大而不僵，紧跟时代的步伐。腾讯的自我修正和进化能力很强，有可能在某些领域有些阶段犯一些错误，但是都能在之后的阶段很快反思和修正，每一次修正就带来组织新的进化。

从1998年成立至今，腾讯经历了四次重大组织变革，每一次变革腾讯均踩在了时代的风口上。

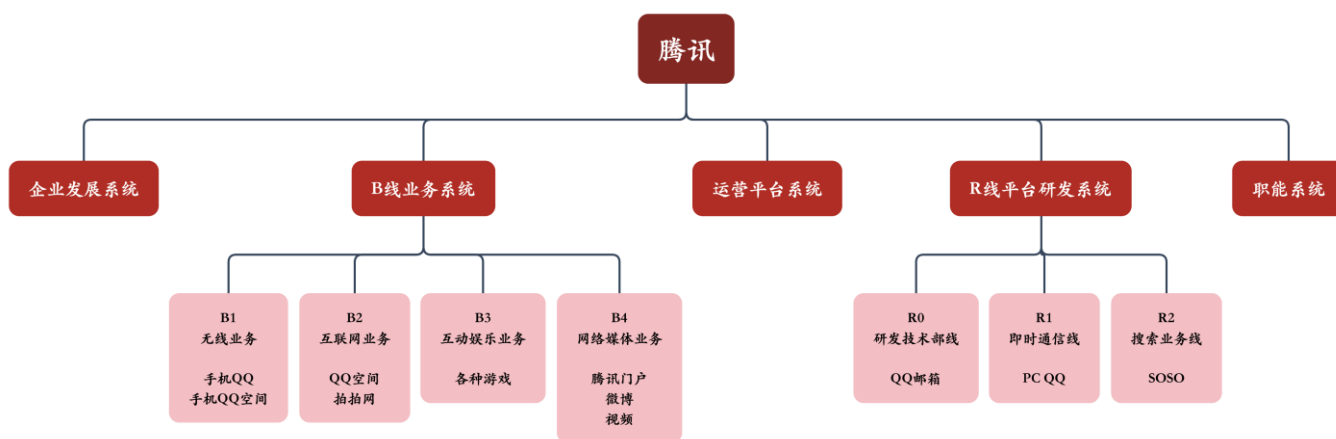
第一次变革：2005年BU（Business Unit）化

创业之初，只有QQ一个核心产品，腾讯采用的是职能式组织架构，创始团队的五个成员分管一块，各自负责业务、市场、行政法务、技术、客服。

2005年，PC互联网发展空前繁荣，腾讯巩固了QQ在社交领域的优势，并上线C2C电商平台拍拍网，收购了Foxmail，业务范围也拓展到无线业务、互联网增值业务、游戏、媒体等多个领域。

由于职能式架构造成的管理滞后，腾讯做出了第一次大刀阔斧的组织结构调整：公司架构升级为BU事业部制，以产品为导向，将业务系统化。

图 13：第一次变革：2005年BU（Business Unit）化



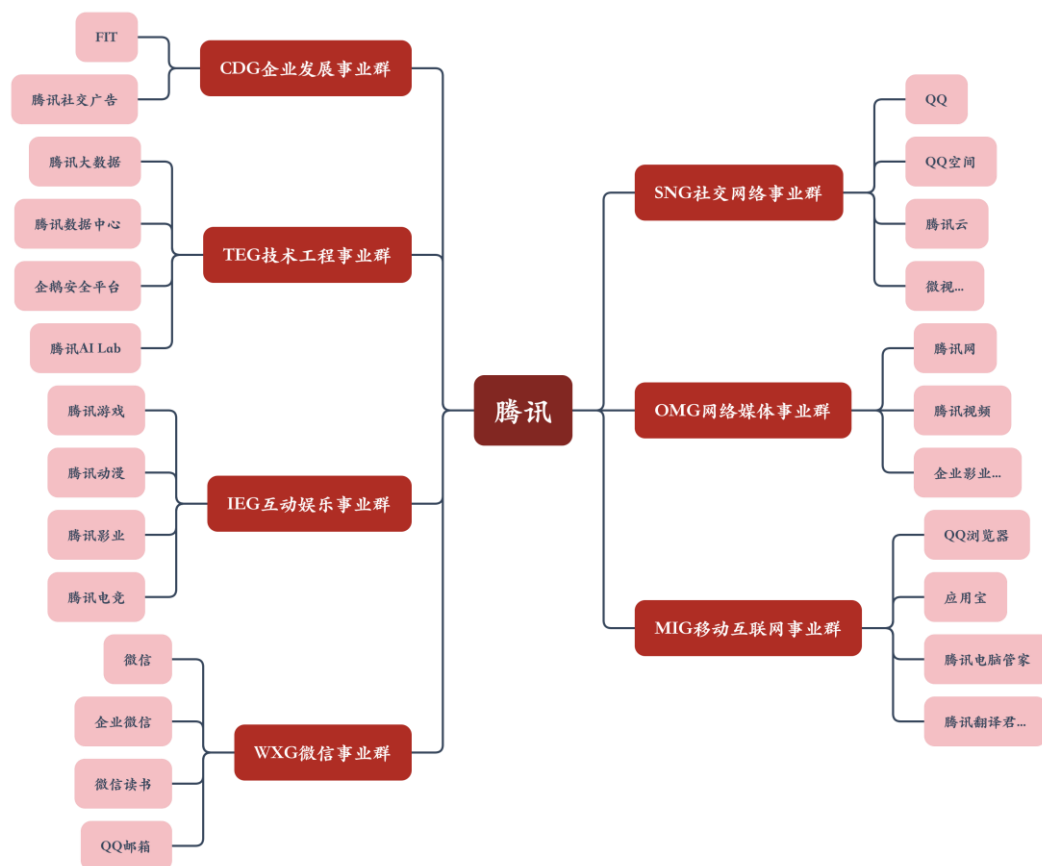
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

第二次变革：BG（Business Group 事业群）化

2012年移动互联网浪潮来临，为了适应移动时代的飞速发展，腾讯做出了第二次组织架构调整：BG（Business Group 事业群）化。调整后，腾讯组织架构升级为“事业群制”，业务划分为七个事业群：CDG、TEG、IEG、WXG、SNG、OMG和MIG。

此次调整基本出发点是按照各个业务的属性，形成一系列更专注的事业群，减少不必要的重叠，在事业群内能充分发挥“小公司”精神，深刻理解并快速响应用户需求，打造优秀的产品和用户平台。

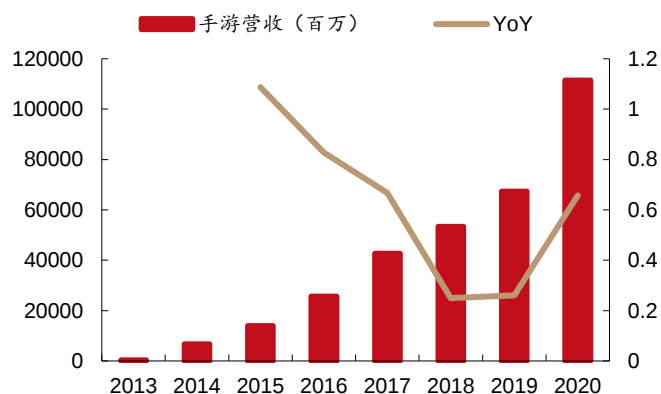
图 14：第二次变革：BG（Business Group 事业群）化



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

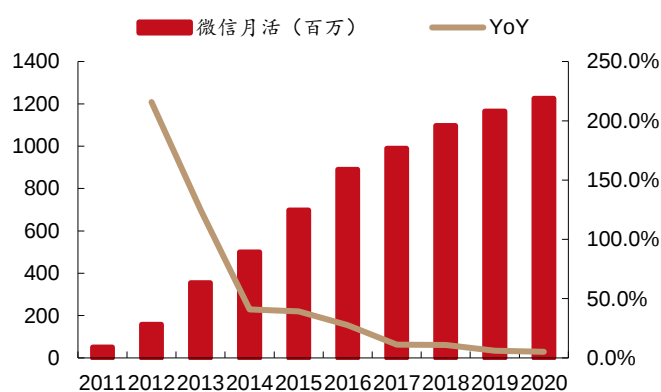
本次调整之后，腾讯移动业务占比显著提升，2013 年腾讯手游营收预计 4 亿元左右，2014 年达到 67 亿元，同比增长 1600%，2020 年腾讯手游收入 1100 亿元，7 年年化增速 124%，占游戏收入比例达到 71%。微信也进入高速增长期，2011 年微信诞生，当年年底用户数量 5000 万左右，2012/13 年微信用户数量分别达到 1.6 亿/3.6 亿，同比增长 216%/125%，2020 年微信（包括海外版 Wechat）用户数达到 12 亿。

图 15：2012 年架构调整后手游收入高速增长



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 16：诞生于 2011 年的微信在 2012 架构调整后用户继续高增长



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

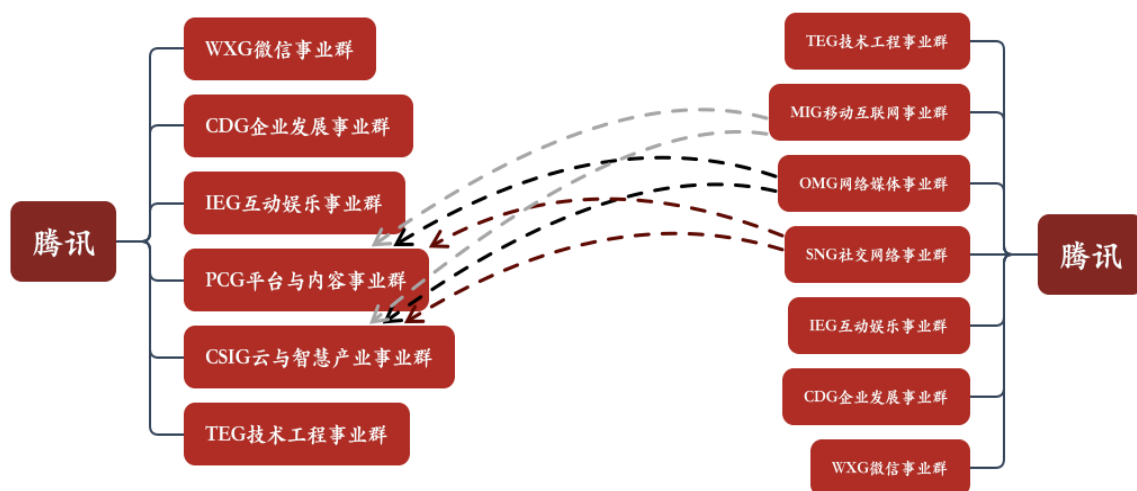
第三次变革：2018年“930变革”

2018年腾讯在原有七大事事业群的基础上，新成立云与智慧产业事业群（CSIG）、平台与内容事业群（PCG）。

原网络媒体事业群（OMG）、移动网络事业群（MIG）、社交网络事业群（SNG）被拆分重组，将所有的To C业务——社交、信息流、长短视频、动漫影业、新闻资讯——从原有4个事业群（SNG、MIG、OMG、IEG）中剥离，整合在一起组成PCG。PCG是腾讯业务最多、规模最大的部门，致力于促进社交平台、内容产业和技术更深度融合。腾讯组建PCG的目的是要打造一个数字内容的大生态体系，把原来分散在不同BG的业务，聚合起来协同工作。这个内容生态中，从IP源头的阅文集团和腾讯动漫等，到内容制作的企鹅影视和腾讯影业，再到传播渠道腾讯视频、腾讯看点 and 腾讯新闻等，以及社交平台QQ。

CSIG整合包括腾讯云、智慧零售、腾讯地图等核心业务线，帮助医疗、教育、交通等行业向智能化、数字化转型，开拓2B业务。

图 17：第三次变革：2018年“930变革”



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

930变革后，腾讯内容业务的协同性体现出来，围绕IP的布局不断扩大。近年游戏业务和控股公司阅文集团不断向影视业务输送优质IP，腾讯在内容端已经形成了连接紧密的IP生态。

表 1：腾讯影业和企鹅影视参与出品的多部电视剧与公司其他内容IP协同效应显著

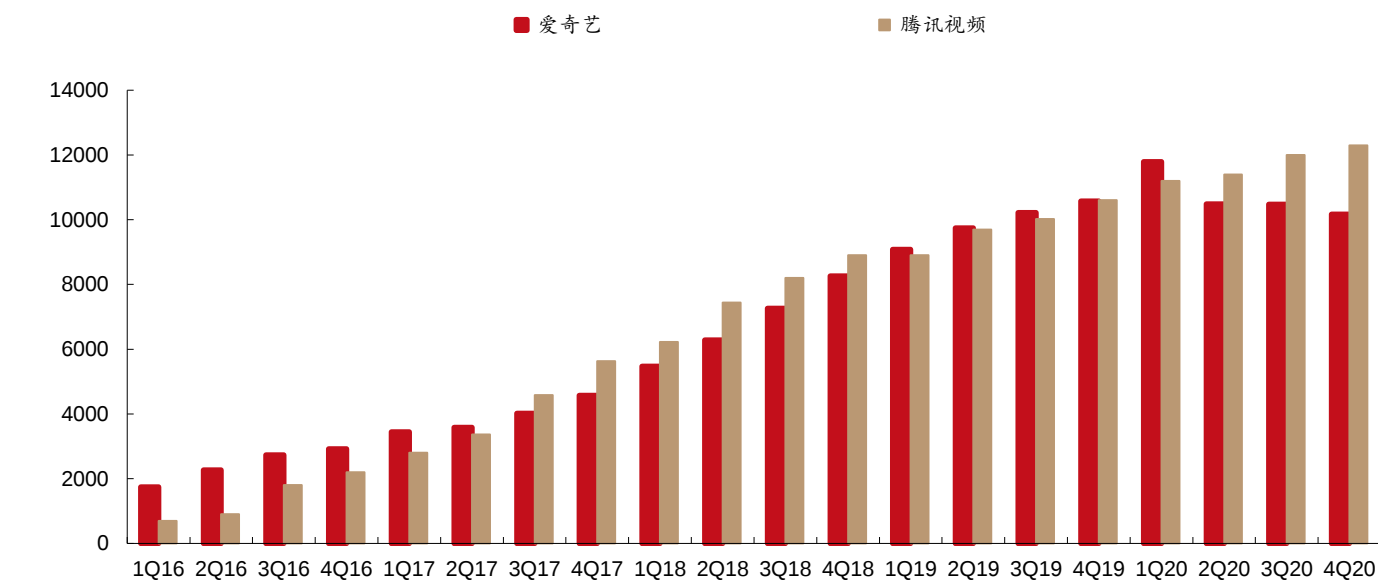
名称	首播时间	出品方	IP 协同
《西行纪》（动画第一季）	2018/7/18	腾讯影业、百漫文化、企鹅影业	IP 所有者“广州百漫文化”为腾讯子公司
《斗破苍穹》	2018/9/3	万达影视传媒有限公司，新丽电视文化投资有限公司	阅文 IP《斗破苍穹》
《将夜》	2018/10/31	金色传媒、猫片、天神影业、企鹅影视、腾讯影业、阅文集团	阅文 IP《将夜》
《黄金瞳》	2019/2/26	爱奇艺、灵河传媒、腾讯影业	阅文 IP《黄金瞳》
《明月照我心》	2019/10/14	企鹅影视、腾讯影业	改编自企鹅动漫 IP《王爷不要啊》
《奔腾年代》	2019/10/24	愚恒影业、威克传媒、腾讯影业、红珊瑚传媒	

《从前有座灵剑山》	2019/11/12	爱奇艺、腾讯影业、恒星引力传媒、ABB 良品制造	企鹅动漫 IP《从前有座灵剑山》
《庆余年》	2019/11/26	腾讯影业、新丽电视、深蓝影视、阅文集团、华娱时代、海南广电等	阅文 IP《庆余年》
《穿越火线》	2020/7/20	耀客传媒、企鹅影视、腾讯影业、火花文化	腾讯游戏 IP《穿越火线》
《赘婿》	2021/2/14	新丽电视、腾讯影业、阅文影视、爱奇艺	阅文 IP《赘婿》
《萌妻食神》	2018/4/23	企鹅影视、兴格传媒	阅文 IP《萌妻食神》
《扶摇》	2018/6/18	柠萌影业、柠萌悦心、企鹅影视	阅文 IP《扶摇皇后》
《快把我哥带走》	2018/6/28	企鹅影视、中汇影视	腾讯动漫 IP《快把我哥带走》
《夜天子》	2018/8/14	东仑传媒、企鹅影视	阅文 IP《夜天子》
《斗破苍穹》	2018/9/3	万达影视传媒有限公司、新丽电视文化投资有限公司	阅文 IP《斗破苍穹》
《九州缥缈录》	2019/7/16	柠萌影业、灵龙文化、大神圈、企鹅影视	阅文 IP《九州缥缈录》
《全职高手》	2019/7/24	企鹅影视、柠萌影视、柠萌悦心、凤仪传媒、悦凯影视	阅文 IP《全职高手》
《斗罗大陆》	2021/2/5	腾讯科技（北京）有限公司、新丽电视文化投资有限公司、天津炫世唐门文化传媒有限公司、北京大神圈文化科技有限公司	阅文 IP《斗罗大陆》

资料来源：腾讯影业，企鹅影视，西部证券研发中心

截至 2020 年底，腾讯视频付费会员数量达到 1.23 亿，是中国最大的在线长视频平台，同比增长 16%，环比增长 2.5%，继续保持增长态势，会员数量较爱奇艺多出 2200 万。

图 18：腾讯视频会员数最近三个季度领先爱奇艺优势扩大



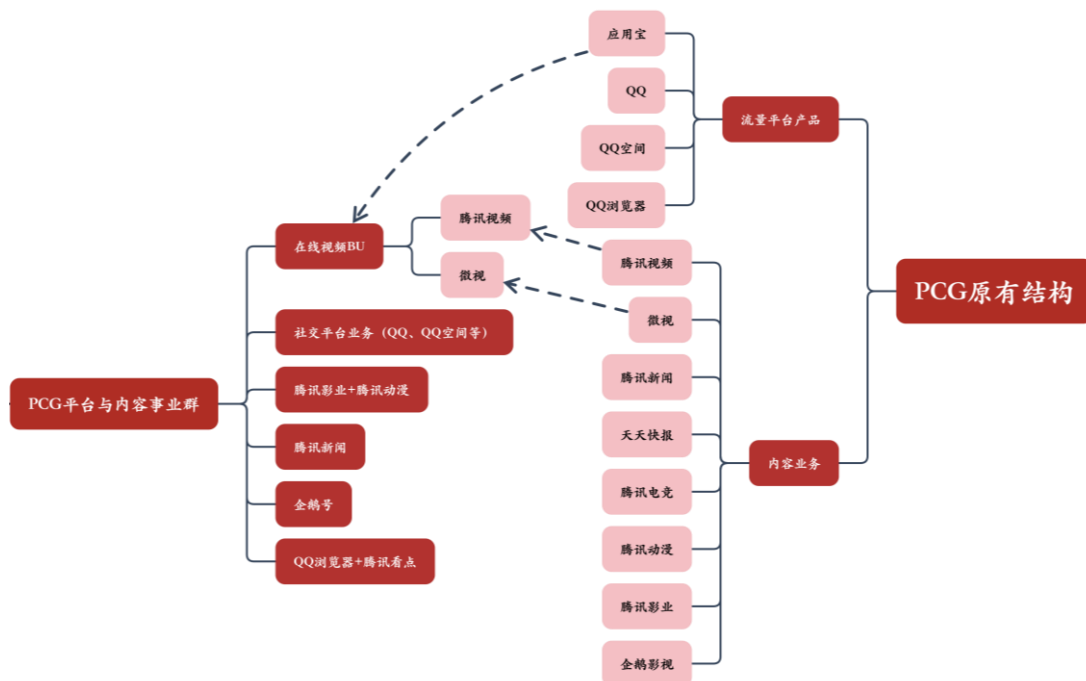
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

第四次变革：2021 年 PCG 战略继续调整

短视频强势崛起，用户在线娱乐的时长受到了短视频挤压，短视频是用户人均单日使用时间最长的 App 门类，超过即时通信和手游。为了顺应内容视频化时代的来临，腾讯尝试长短视频的結合，2021 年 4 月，腾讯平台与内容事业群（PCG）宣布进行新一轮组织架构和人事调整，将腾讯视频、微视、应用宝进行整合，新成立了“在线视频 BU（On-line Video Business Unit, OVB）”。预计本次调整后，腾讯的短视频业务将迎来一波发展高潮，以及

长短视频的融合将看到实质性进展。

图 19：第四次变革：2021 年 PCG 战略调整



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

组织架构调整大概率要损伤部分既得利益，有些部门甚至公司层面要去革自己的命，那腾讯为何能不断进化？主要原因是因为腾讯已经建立起了生态型组织。

生态型组织——业务团队+中台建设+外部伙伴。马化腾在 2005 年高管会上曾经表示，腾讯应该打造出依靠体制化动力的成熟体系，而不是依靠个人精英。腾讯的组织架构非常看重自下而上的活力，可以把腾讯想象为成千上万个创业团队，在公司的平台上创业。腾讯很多新产品的诞生来自于中层员工的灵感和推动，而非高层自上而下的指挥。

业务团队：特点是功能闭环，产品经理负责制。如游戏业务，从 IEG，到工作室群，到工作室，再到项目。最小单元是项目组，项目组包括了策划、美术、程序等职能，尽可能地减少跨部门协调。产品部门“赛马机制”保持创新能力。此架构在公司内部创造了“丛林法则”，模拟市场竞争环境，使得腾讯对外部变化保持高度敏锐。重要产品的开发，在腾讯内部会有多个团队并行同时竞争。例如腾讯创立初期曾兵分两路同时做网络寻呼业务和开发 OICQ，又例如腾讯三个团队做微信张小龙胜出。

强大的中台：中台的作用是提高效率和产品价值，避免重复工作，同时快速助力业务增长。例如 PCG 中台，中台的建立主要靠从各业务线“抽人”。“抽人”的原则是“长板原则”——腾讯的许多部门在同一业务上有重复造轮子的情况存在，依据长板原则，中台由集团层面筛选出同功能“轮子”最具有技术优势的业务人员或业务板块组成中台，并匹配有相应的业绩考核与激励机制。

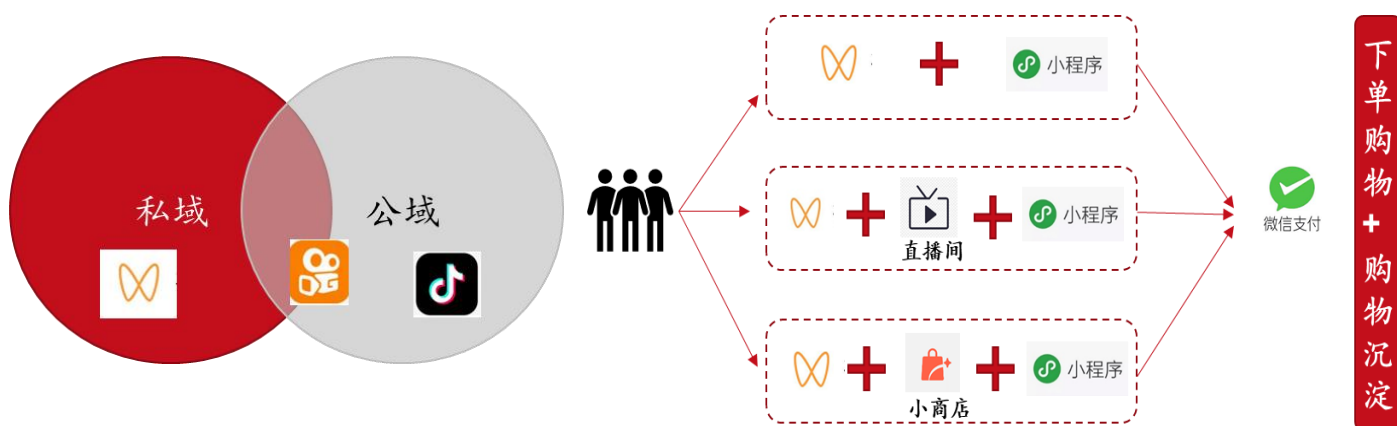
外部伙伴：腾讯聚焦擅长的领域，不擅长的交给生态伙伴，补充垂直能力。

1.3 看好微信视频号和2B业务的发展潜力

腾讯集团已经在游戏、长视频、线上阅读、音乐、新闻等内容传媒领域占据龙头地位，公司顺应互联网行业的发展，在短视频和 To B 互联网领域加快布局，我们认为腾讯未来的主要增长看点将在微信视频号和 2B 业务。

根据视灯数据，2020 年微信视频号的 DAU 2.8 亿，日均使用时长为 19 分钟。我们认为微信视频号的最大优势有以下三点：1) 社交流量规模巨大，私域特性强，粘性强度更大；2) 微信内部的公众号在图文领域已经形成了成熟稳定的内容创作生态，这种创作生态可以直接延伸到视频、直播领域；3) 小程序电商的基础设施成熟，带货下单购买的闭环系统已经形成。

图 20：微信视频号和直播具备社交流量和电商闭环优势



资料来源：视灯数据，西部证券研发中心

谨慎假设下，我们预计视频号虽然和抖快仍有较大的差距，但承担起通过内容视频化链接起微信现有生态的功能，广告和电商变现方面创造新的增量；中性假设下，我们认为中短期内，视频号将成为比肩抖快的短视频产品，市占率达到 10% 以上；乐观假设下，视频号将成为短视频聚合和分发的平台，成为像小程序平台一样的“系统平台”。

2B 业务方面，中国云服务规模增速在全球范围内最高，腾讯在国内云基础设施服务市场占有率保持在第二，已经具备规模效应优势。随着国家大力促进和扶持云计算产业发展，腾讯将持续在云服务业务上投入技术资源，向更上层的 SaaS 扩展，并从已经具备较强优势的消费互联网和金融领域，向工业互联网、5G 等新技术领域布局。

另一方面，金融支付的未来拓展方向在 B 端中小商户赋能。随着 C 端新增用户流量趋向饱和、移动支付使用率/渗透率已处于较高水平、用户单笔支付小额化日渐显著，我们认为未来第三方移动支付将从基于 C 端的竞争转到基于商户服务的 B 端竞争。腾讯 2020Q1 财报披露，微信支付月活跃商户超过 5000 万，微信推出营销工具服务（包括代金券、立减与折扣和智慧营销三种工具），商户能够基于平台简单的创建活动规则，同时具备后台活动管理和数据统计功能，满足商户门店导流、二次消费、提高客单价等多种需求。未来腾讯在 B 端中小商户渗透率提升上尚存空间。

二、内容视频化，游戏精品化，2B业务展潜力大

2.1 短视频：广告和电商商业化空间大

2.1.1 内容视频化时代已来，用户高增长

媒体内容视频化趋势明显，短视频迎合“碎片化娱乐”时代。视频内容很早诞生了，因为视频作为伴随声音的动态内容，本身就更容易被受众接受、理解。但也因为包含信息量较大，分发传播成本较高，过去受制于网速和资费，传播范围比图文小。4G时代部分解决了这一问题，随着5G时代的到来，网速进一步加快，视频传播的速度和成本将迅速下降。

短视频通常是指时长5分钟以内、主要在移动终端播放的视频内容，具有大众化、碎片化、社交属性强、分发去中心化等特征。短视频行业的诞生和高速发展基于用户对于碎片化娱乐的需求增加、网速加快以及流量资费的下降。短视频的内容制作难度可高可低，普通用户可以制作UGC视频发表，较为专业的生产者也可以制作PUGC视频，分发相比长视频更去中心化。传播内容的形态正在向视频方向发展，创作和分发也更加去中心化。

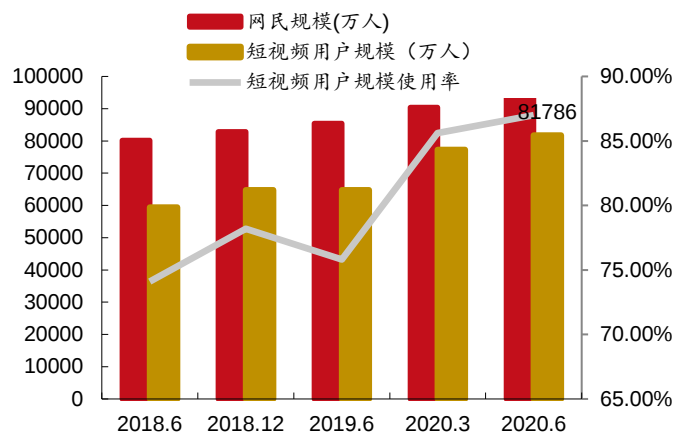
图 21：传播内容的形态、分发形式正在向视频和去中心化演变



资料来源：各互联网APP，西部证券研发中心整理

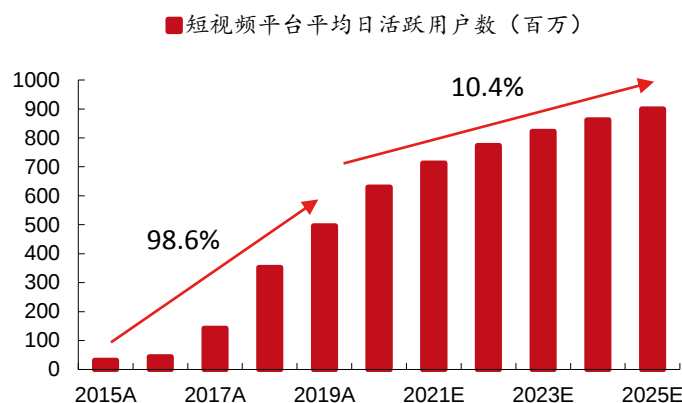
截至2020年6月，全国短视频用户规模达到8.18亿，占网民总数的87%，较2020年3月增长5.8%。2020年短视频平台平均日活用户数约为6.3亿，同比增长27%；预计到2025年日活用户规模能达到近9亿，2019-2025年的CAGR仍保持在10.4%。

图 22: 截至 2020 年 6 月全国短视频用户达到 8.18 亿



资料来源: CNNIC, 西部证券研发中心

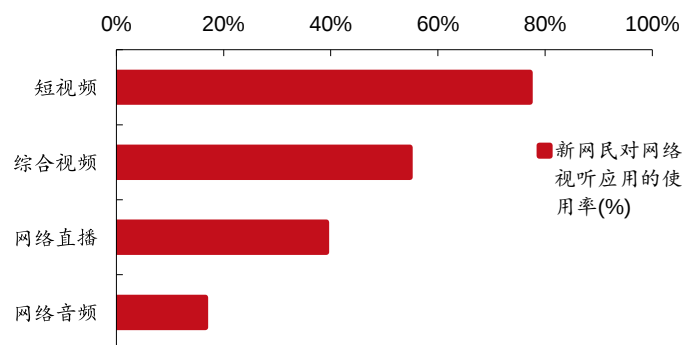
图 23: 2019-2025 年国内短视频平均日活用户数 CAGR 预计为 10.4%



资料来源: 快手招股书, 弗若沙利文, 西部证券研发中心

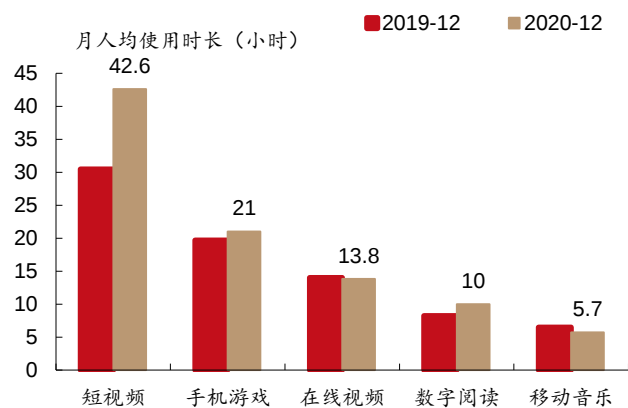
短视频作为“时间碎片填充工具”，已经成为用户接触媒体娱乐内容的首选。新网民中对短视频使用率最高, 2020 年 12 月短视频月人均使用时长达到 42.6 小时, 同比增长 39.7%, 是所有泛娱乐细分行业中时长最长且增长最快的。

图 24: 新网民对短视频的使用率最高



资料来源: CNNIC, 西部证券研发中心

图 25: 短视频月人均使用时长最长且增长最快

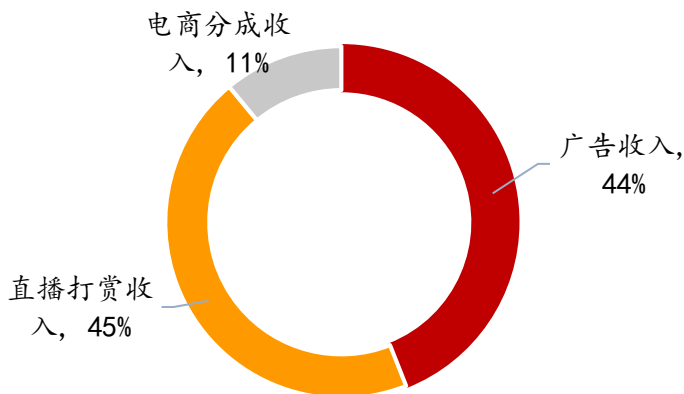


资料来源: 《QuestMobile 2020 中国移动互联网年度大报告》，西部证券研发中心

2.1.2 打赏、广告和电商变现占比大，商业化空间大

目前短视频平台的变现模式中广告和直播打赏占比最大，从整个行业角度来看，2019年广告收入占短视频行业收入的44%，直播打赏收入占比45%，电商分成收入目前还在发展阶段，占比约11%，但未来比重将进一步增大。

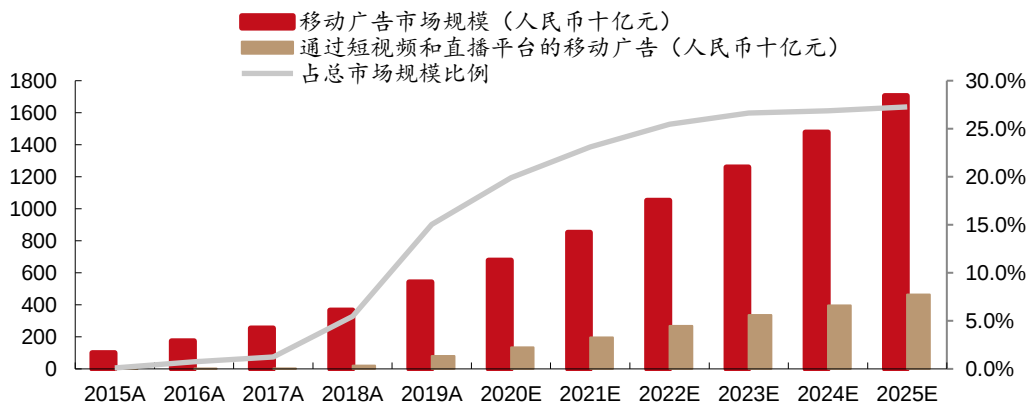
图 26：短视频平台的变现模式目前以广告和打赏抽成为主



资料来源：Mob 研究院，西部证券研发中心

2019年短视频和直播广告市场规模约814亿元，占整个移动广告市场的19.9%，预计到2025年将增长至4653亿元，占比达到27.3%，复合年增长率33.7%。

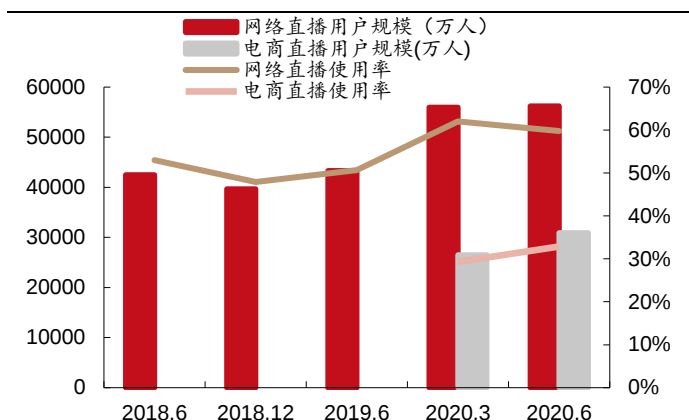
图 27：短视频和直播平台移动广告市场规模预计到2025年将增长到4653亿元



资料来源：快手招股书，弗若沙利文，西部证券研发中心

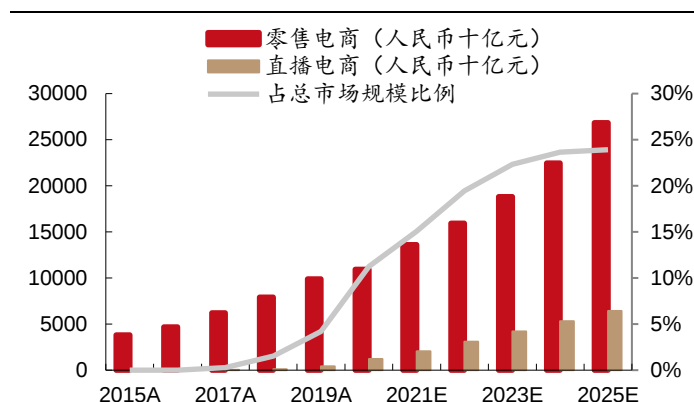
截至2020年6月网络直播用户规模达到5.62亿，占网民总数的59.8%；而其中观看电商直播的用户有3.09亿，使用率达到33%。2019年直播电商的市场规模为4168亿元，占零售电商比例仅4.2%，预计到2025年将增长至64172亿元，占比达到24%，2019-2025年复合年增长率57.7%。

图 28: 2020 年 6 月有 33% 网民观看电商直播



资料来源: CNNIC, 西部证券研发中心

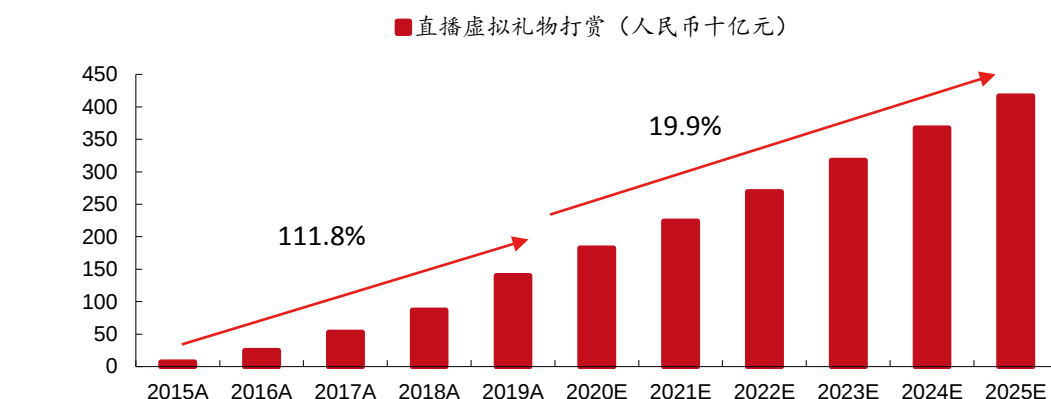
图 29: 预计 2019-2025 年直播电商市场规模复合年增长率 58%



资料来源: 快手招股书, 弗若沙利文, 西部证券研发中心

2019 年直播打赏市场规模约 1400 亿元, 预计到 2025 年市场规模增长至 4166 亿元, 2019-2025 年复合年增长率 19.9%。

图 30: 2019-2025 年直播虚拟礼物打赏市场规模复合年增长率预计为 19.9%

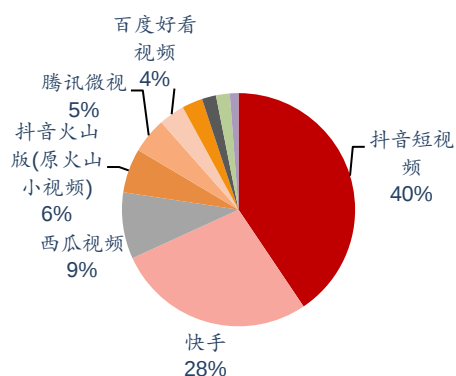


资料来源: 快手招股书, 弗若沙利文, 西部证券研发中心

2.1.3 抖快第一集团, 微信视频号强势崛起

将同一公司的 App 合并来看的话, 短视频市场竞争格局为 6:3:X, 抖音系月独立设备数市场份额 60% 左右, 快手 30% 左右, 随后是百度和腾讯旗下的短视频产品。

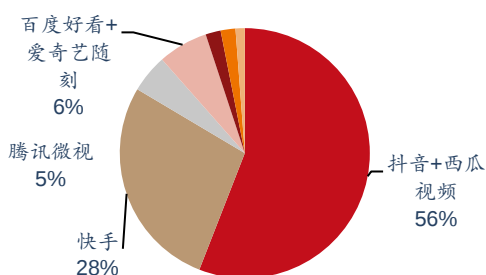
图 31: 短视频 - 月度独立设备数份额



资料来源: 艾瑞, 西部证券研发中心

注: 数据时间为 2020 年 12 月

图 32: 短视频 - 月度独立设备数份额 (同一公司 APP 合并)



资料来源: 艾瑞, 西部证券研发中心

注: 数据时间为 2020 年 12 月

微信的视频号从 2020 年开始动作不断:20Q1 视频作为 APP 内一级入口开始内测;Q2-Q3 对分发形式和算法推荐做出调整; Q4 视频号打通了和小程序的连接、完善了直播打赏工具, 直播和电商带货商业化已经完备。2021 年春节期间, 通过红包封面定制活动, 加速用户开通视频号, 打通视频号在微信生态中的使用场景。

根据视灯数据, 截至 2020 年 12 月, 微信视频号的 DAU 飞速增长至 2.8 亿, 日均使用时长为 19 分钟。视频号在中国境内主要分布的省份为广东、福建、浙江、江西、湖南, 这 5 个省份视频号数量占比超过 50%; 北方地区仅北京视频号数量处于前列, 占比 6.2%。

图 33: 微信视频号基于其庞大的社交流量飞速发展



资料来源: 视灯数据, 西部证券研发中心

视频号在微信生态中起到了链接作用, 打通原本零散的社交、内容创作和商业变现圈, 相互导流, 微信生态系统更加完善:

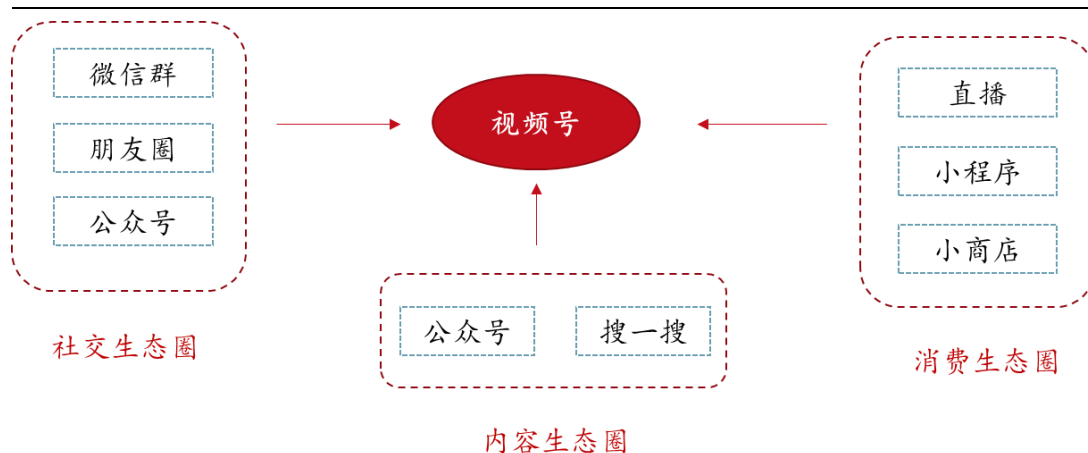
1) 社交生态圈: 视频号“朋友点赞”内容创造了更多的社交推荐场景;

2) 内容生态圈: 短视频和直播信息提高内容传播效率, 使得内容获得更好的曝光, 加强

创作者和用户的连接；

3) 消费生态圈：短视频电商和直播电商形成新的内部流量变现渠道。

图 34：视频号将连接微信内部不同的生态圈



资料来源：视灯数据，西部证券研发中心

竞争仍在继续，格局尚未有定论，但从长期看，我们预计短视频行业不会一家独大。内容传播领域的互联网平台，其市场集中程度和内容的生产难度呈负相关关系。短视频属于比较特殊的一种内容形态，创作难度区间比较分散，有即拍即传的“0”门槛短视频内容，也有专业化生产的“精品”内容。从流量分配角度看，精品内容相对更容易得到点击和推荐，我们预计未来短视频市场竞争格局可能为 6:3:1:X 或 5:4:1:X 等结构。

2.2 中国游戏精品化时代，利好头部CP

2.2.1 手游精品化趋势显著，头部CP受益

随着设备性能的提高和用户审美的提升，手游精品化趋势越来越明显，游戏对研发时间和资金的投入要求越来越高。我们预计未来精品游戏的研发团队人数将达到 150-200 人，开发成本在 5 亿元以上，开发周期可能达到 3-5 年，与 3A 大作类似。而高资金、时间和人力成本的研发投入非小 CP 能够承受。随着游戏精品化趋势，尾部厂商将失去竞争优势，市场集中度有望进一步提升，并且头部游戏公司的稳定性会更加夯实。

表 2：3A 主机游戏的研发投入远远高于手游

项目	一般手游	目前精品手游	未来精品手游（预测）
研发团队	50-80 人	80-120 人	150-200 人
开发成本	1500 万-3000 万元	3000 万-1 亿元	5 亿元以上
开发周期	6-12 个月	12-20 个月	3-5 年

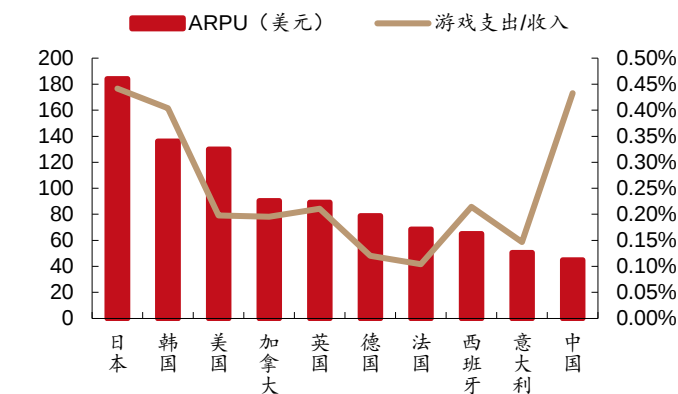
资料来源：游戏葡萄，西部证券研发中心

中国手游 ARPU 值尚有较大提升空间，精品更能刺激付费。根据 Newzoo 数据，2019 年中国游戏玩家的平均年 ARPU 值 45 美元/年，占人均收入的比重较高，达到 0.43%，与日

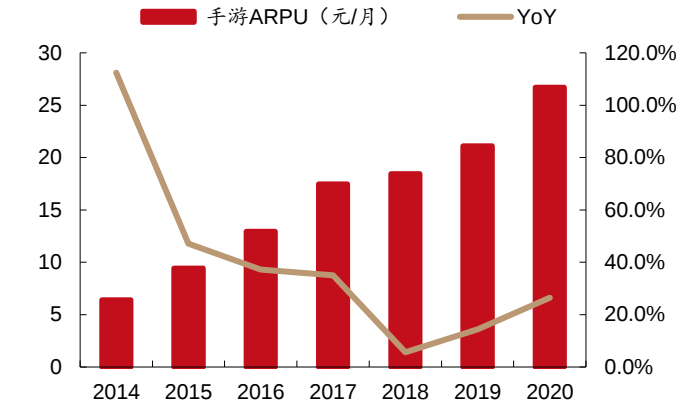
本齐平，但日本玩家的平均年 ARPU 值是中国玩家的 4 倍。随着国人人均可支配收入的提高，中国游戏 ARPU 值提升空间还较大。2020 年国内手游用户 ARPU 值同比增幅达到 27%，相比 2019 年增幅扩大 12 个百分点。ARPU 值提升趋势中，粗制滥造的游戏难以具有竞争力，玩家更愿意为高品质的游戏买单。

图 35：中国游戏玩家 ARPU 值还有较大提升空间

图 36：2020 年中国手游用户 ARPU 同比增幅达到 27%



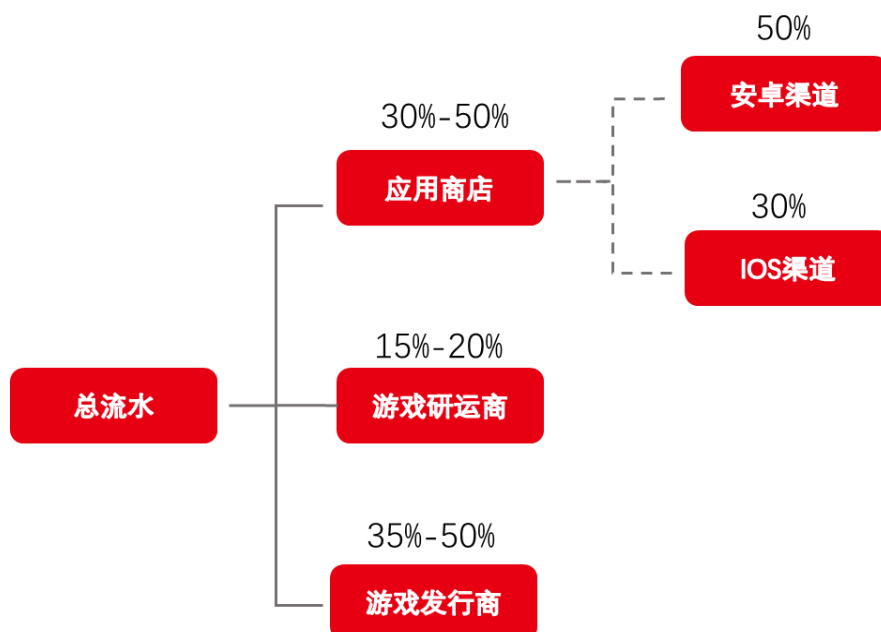
资料来源：Newzoo，西部证券研发中心



资料来源：游戏工委，西部证券研发中心

头部研发 CP 议价权有望提升，产业链价值或重配。集中度提高后，CP 话语权加强，有望在产业链中获得更多的分成。中国游戏发行成本高于其他国家，国内多家安卓渠道分成比例为 50%，国外 Google 仅 30%；苹果在 11 月 18 日宣布，从 2021 年 1 月 1 日起，对 App Store 内销售数字商品或服务，且扣除佣金后年收入低于 100 万美元的小型企业或独立开发者，降低抽成比例至 15%。2020 年《原神》在国内安卓端仅通过官方和 TapTap 两端渠道发售，仍然获得巨大成功，这一案例鼓励了许多厂商重新审视与发行渠道的分成模式是否合理。

图 37：国内安卓渠道分成比例高达 50%

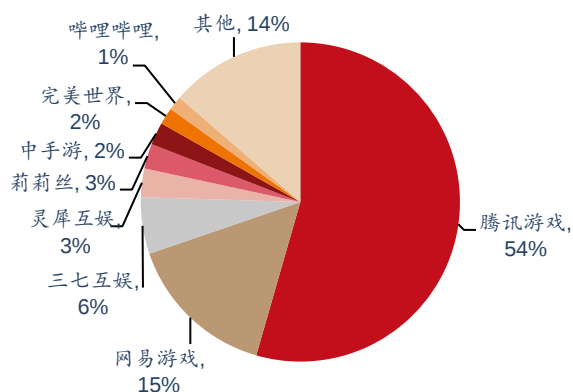


资料来源：产业调研，西部证券研发中心整理

根据易观数据，以发行流水统计，2020年上半年腾讯（包括渠道分发收入）和网易占据了移动游戏市场约70%的份额，其中腾讯占据54%，网易占据15%。其他腰部公司如完美世界、吉比特、莉莉丝、哔哩哔哩等份额均只有1%-2%左右，与头部差距较大。我们认为，手游进入精品化时代后，没有研发和运营创新能力的小公司将被迫淘汰，市场份额将转移至中腰部以上公司，而腾讯和网易因在研发发行上握有大量人才和资金资源优势，寡头格局依旧难以撼动。

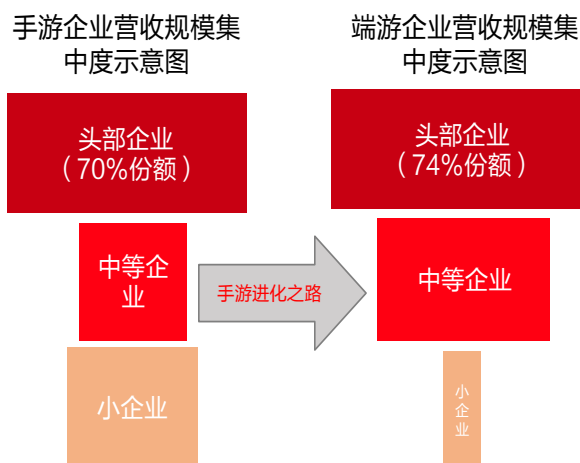
从海内外产品口碑和研发实力来看，腾讯和网易目前是中国游戏市场的TOP2，牢牢占据第一梯队。第二梯队则包括完美世界、吉比特等老牌端游厂商，研发积淀较深厚，而米哈游、莉莉丝等虽然游戏产品数量还较少，但在细分赛道上实力强劲，同样位于第二梯队。参考端游发展史，我们认为未来手游行业市场份额分布将同样呈倒金字塔结构（目前为哑铃形），即腾讯网易市占率保持最高，大部分小CP将被淘汰，其份额被头部和第二梯队公司瓜分。

图 38：2020 年上半年腾讯和网易手游的市场份额保持稳定



资料来源：易观数据，西部证券研发中心

图 39：中等手游公司市场规模将扩大



资料来源：产业调研，西部证券研发中心整理

注：腾讯网易为头部，手游营收过10亿为中等，端游营收20亿左右为中等

2.2.2 MOBA/STG品类社交效应强，玩家基数大，游戏时长占比高

手游根据核心玩法的不同，分为以下几种主要类型：MMORPG、SLG、STG、MOBA、CCG 及休闲游戏。一款游戏可能会兼具几类玩法，一般哪类特征相对突出，该游戏就会被划分到符合特征的品类中。

表 3：手游分类

手游	定义	代表作	代表作 Logo
MMORPG	大型多人在线角色扮演游戏，融合了角色扮演游戏及大型多人在线游戏的游戏类型，大量玩家在游戏中进行互动	一梦江湖、新神魔大陆、火影忍者、诛仙手游	
SLG	模拟游戏，旨在以游戏的形式模拟各种现实生活的游戏类型，新进玩家的留存并不高，但粘性很强，游戏生命周期长于其他类型。	三国志幻想大陆、三国志·战略版、率土之滨	

STG	射击游戏，动作游戏，玩家于其中通过设计与对手抗击并通过进行任务推进游戏进度	和平精英、穿越火线:枪战王者、杀手:狙击 (Hitman Sniper)、全民枪战 2: 龙妖决	
MOBA	多人在线竞技游戏，为在游戏中每名玩家通常在等距视角的圆上控制其中一队的一个角色，与另一个玩家展开竞技，最终目的在于破坏敌队的主建筑的游戏	王者荣耀、荒野乱斗	
CCG	集卡游戏，为通过使用特别设计的几组卡片畅玩的游戏，其将集卡的魅力与策略性的玩法相结合	阴阳师、剑与远征、狼人对决	
休闲游戏	休闲游戏指相对简单但具吸引力，在风格上呈现极简主义的特性的游戏类型	开心消消乐、斗地主	
其他	包括但不限于体育游戏、赛车游戏及动漫游戏，旨在迎合有不同游戏文化的玩家市场	街头篮球、FIFA 足球世界、网球王子 RisingBeat、最强NBA	

资料来源：七麦，西部证券研发中心

MOBA (英文全称: Multiplayer Online Battle Arena), 即多人在线战术竞技游戏。游戏中, 玩家通常被分为两队, 每个玩家操纵自己的角色释放技能, 配合队内其他玩家, 在游戏地图中即时对抗。MOBA 类游戏代表作有《魔兽争霸》、《LOL》和《王者荣耀》等。

STG (Shooter Game, 射击游戏) 则是最经典的游戏类型之一, 这一品类下例如《和平精英》《使命召唤》等游戏是 FPS (第一人称视角射击游戏), 玩家能够体验握枪、瞄准等真实的射击动作, 沉浸式体验感强。《绝地求生》《堡垒之夜》等还在射击游戏类型上, 设定了“大逃杀”题材背景, 增强了对抗性。

图 40: MOBA 类游戏具备比较强的对抗性



资料来源:《王者荣耀》游戏截图, 西部证券研发中心

图 41: FPS 游戏可以给玩家很强的沉浸感体验

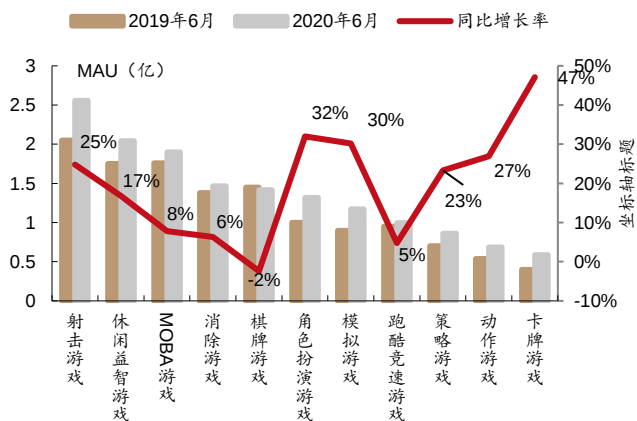


资料来源:《和平精英》游戏截图, 西部证券研发中心

MOBA 类游戏需要玩家进行组队对抗、多人联机在线；“大逃杀”STG 的核心是玩家间的生存博弈，人与人之间的互动性也较强。这两种游戏类型都有很强的公平竞技性，游戏的胜利和团队合作、策略配合、玩家博弈息息相关，用户通常乐于邀请身边好友一起“开黑”，游戏成了一种社交娱乐方式。因此这两类游戏的用户基数较大，游戏时长较长。

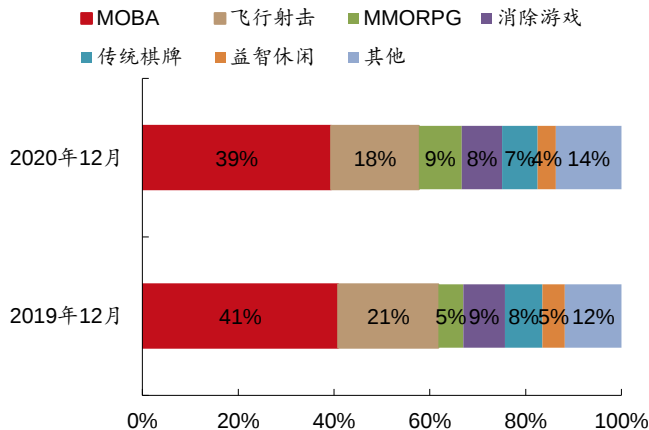
TalkingData 报告表示，截至 2020 年 6 月，射击游戏和 MOBA 游戏各自月活跃用户数量均在 2 亿左右。其中，以“吃鸡”为代表的射击游戏表现最为突出，月活跃用户数量已经超过 2.5 亿。这两类游戏和休闲益智类游戏一起位居月活数量 TOP3。QM 数据显示，2020 年 12 月 MOBA 类游戏的用户使用时长占比达到 39.4%，同比有所降低，但仍然保持第一。

图 42：射击类和 MOBA 类游戏月活数量都超过 2 亿



资料来源：TalkingData，西部证券研发中心

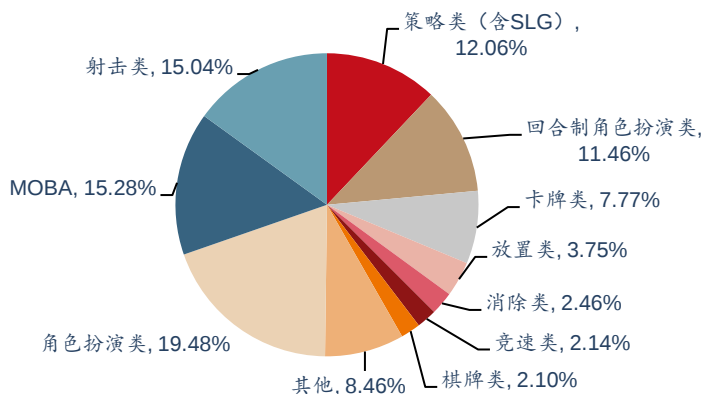
图 43：2020 年 12 月 MOBA 类游戏的用户使用时长占比达保持第一



资料来源：QM 报告，西部证券研发中心

根据游戏工委报告，2020 年中国移动游戏产品收入前 100 的产品中，MOBA 类游戏收入占比 15.28%，射击类收入占比 15.04%，仅次于 MMORPG 类游戏。

图 44：2020 年中国移动游戏产品收入前 100 的产品中 MOBA 类游戏收入占比 15.28%



资料来源：游戏工委，西部证券研发中心

此外，由于 MOBA 类和“大逃杀”游戏的公平竞技性强、玩家用户群体大、观众乐于欣赏对抗性和互动性的游戏内容，在电竞赛事、直播等方面的衍生能力很强。《DOTA2》《英雄联盟》《王者荣耀》等电竞赛事较多，例如《DOTA2》最著名的 TI10 国际邀请赛，《英

英雄联盟》的研发商拳头游戏举办的英雄联盟全球总决赛等。MOBA 游戏已成为电竞化发展最为成熟的游戏类别之一。《和平精英》和《绝地求生》都入围了斗鱼直播用户最喜爱的游戏分区 TOP10。

图 45: MOBA 类型游戏的电竞赛事产业非常发达



资料来源: VPGame, 西部证券研发中心

2.2.3 二次元、女性向等垂直品类增长较快

二次元游戏的消费群体具有年轻化和低龄化的年龄特点, 忠诚度较高、消费意愿强, 虽然目前付费值不高, 但随着用户逐渐向成人阶段过渡, 收入水平将增长, 结合较强的消费意愿, 是一个未来潜力较大的细分游戏品类。

国内出名的二次元游戏包括网易《阴阳师》、腾讯《火影忍者》、米哈游《崩坏 3》《原神》、哔哩哔哩《Fate/Grand Order》《碧蓝航线》、散爆网络的《少女前线》等, 其中《崩坏 3》《Fate/Grand Order》是较“硬核”的二次元游戏。

图 46: 国内核心二次元和泛二次元游戏产品逐渐丰富

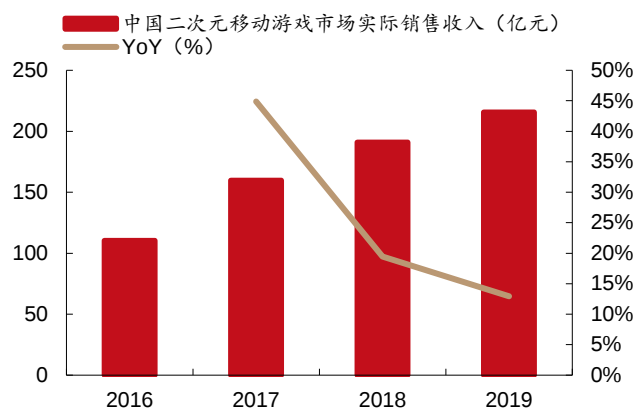


资料来源: 网易, 米哈游, 哔哩哔哩游戏, 西部证券研发中心

根据游戏工委数据, 近年来二次元用户渗透率一直在提升, 实际销售收入占全部市场的比

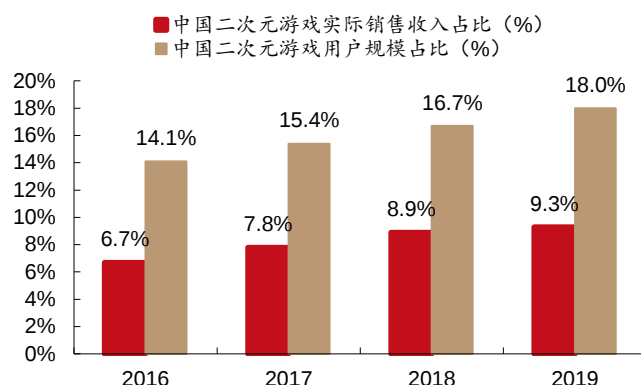
例也具有上升趋势。2019年中国二次元手游销售收入达到216亿元，同比增长12.9%；二次元手游用户规模达到1.2亿人，同比增长11.5%，用户规模渗透率达到18%。

图 47：2019 年中国二次元手游销售收入同比增长 12.9%



资料来源：游戏工委，西部证券研发中心

图 48：中国二次元游戏的渗透率逐年提高

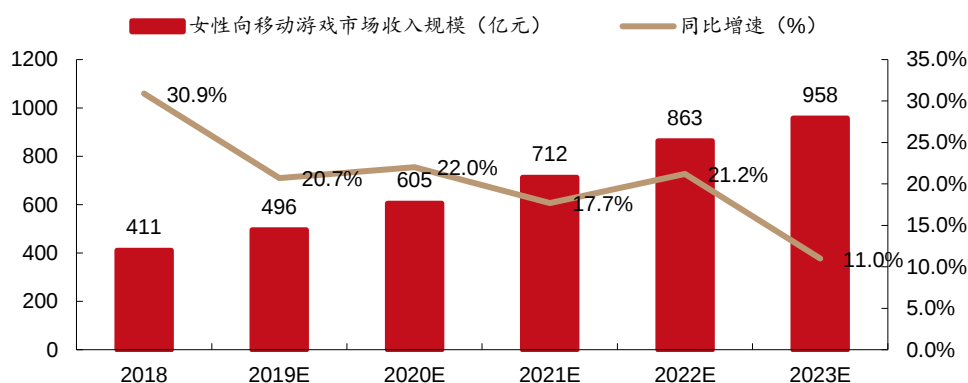


资料来源：游戏工委，西部证券研发中心

女性向游戏也在近年逐渐崛起。2017年12月叠纸网络上线的乙女向游戏《恋与制作人》一上线即迅速成为爆款，引起广泛讨论。极光大数据显示，《恋与制作人》上线不足一个月，安装量破700万，DAU超200万，推算月流水达到2-3亿元左右。叠纸的另一款换装游戏《闪耀暖暖》在2019年开启国服和台服，仅一年时间，流水量级超过10亿元。

根据弗若沙利文预测，2023年中国女性向游戏市场规模将达到958亿元，2018-2023年的CAGR为18.4%。2020年已有多款乙女向游戏陆续公布或开测，其中不乏大厂商的游戏，例如网易的《时空中的绘旅人》，完美世界的《黑猫奇闻社》，腾讯的《光与夜之恋》等。

图 49：2018-2023 年女性向游戏市场规模的 CAGR 预计达到 18%



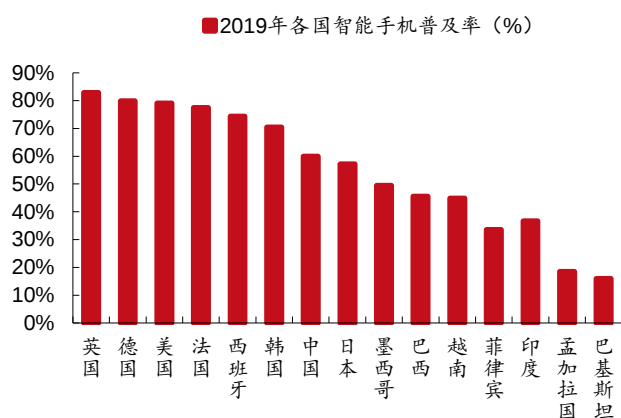
资料来源：弗若沙利文，西部证券研发中心

2.2.4 中国手游出海空间广阔

根据Newzoo数据，海外各国智能手机普及率差别较大，尤其是东南亚、南亚、南美等地区普及率还有较大提升空间，手游渗透率也将随着智能手机普及率继续提高。2020年全球移动游戏市场收入772亿美元，占全部游戏收入的46%，同比增长18%；到2022年

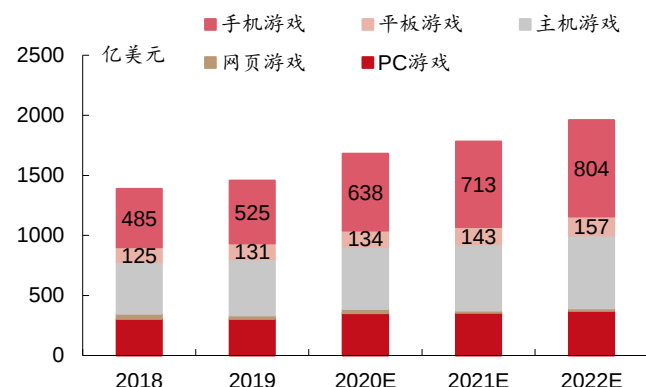
移动游戏收入将增长至 960 亿美元，2019-2022 年复合增长率达到 14%，届时移动游戏收入占比将达到 49%，是所有游戏类型中增长最快的。

图 50：东南亚等地区智能手机普及率仍然较低



资料来源：Newzoo，西部证券研发中心

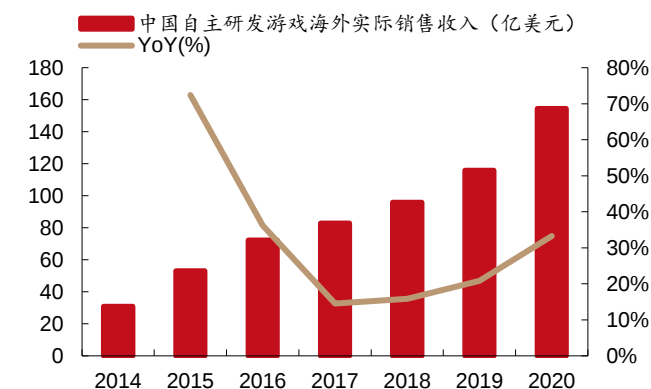
图 51：2020 年全球移动游戏市场收入有望达到 772 亿美元



资料来源：Newzoo，西部证券研发中心

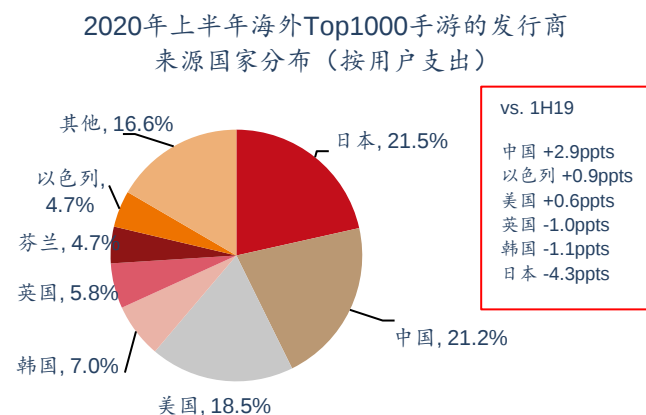
中国游戏出海的增速更快。根据游戏工委，2020 年中国游戏出海收入同比增长 33%。根据 App Annie，1H20 海外 Top1000 手游的发行商中，来自中国的发行商占比从 2019 年的 19% 增长到 21%，提升了 3 个百分点。

图 52：2020 年中国游戏出海收入同比增长高达 33%



资料来源：游戏工委，西部证券研发中心

图 53：1H20 中国出海游戏的用户支出份额增长到 21%



资料来源：App Annie，西部证券研发中心

2.3 中国互联网的未来看 B 端赋能

2.3.1 中国云服务增速高，底层领域头部效应强，SaaS 市场格局分散

云计算分几个层次，分别是 Infrastructure (基础设施) -as-a-Service, Platform (平台) -as-a-Service, Software (软件) -as-a-Service。基础设施在最下端，平台在中间，软件在顶端。

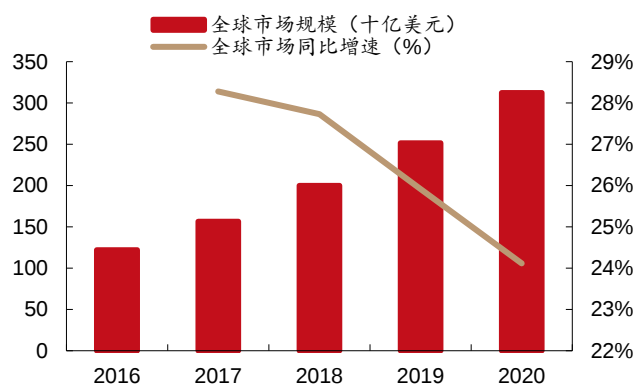
图 54: 云计算包括三个层次



资料来源: IDC, 西部证券研发中心

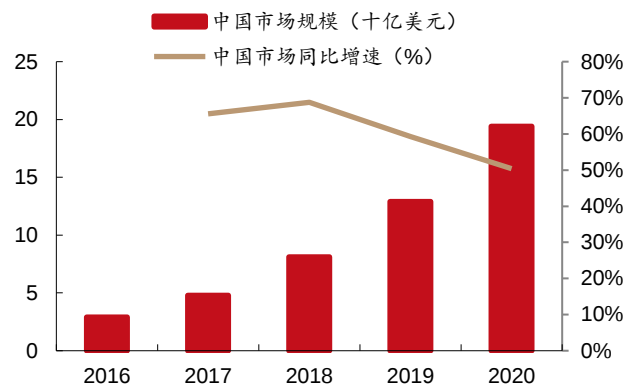
根据 IDC 发布的《全球公有云服务市场（2020 年）跟踪》报告，2020 年全球公有云服务整体市场规模（IaaS+PaaS+SaaS）达到 3124.2 亿美元，同比增长 24.1%。2020 年，中国公有云服务整体市场规模达到 193.8 亿美元（1257.76 亿人民币），同比增长 49.7%，全球各区域中增速最高。IDC 预计，到 2024 年中国公有云服务市场的全球占比将从 2020 年的 6.5% 提升为 10.5% 以上。

图 55: 2020 年全球公有云服务市场规模达到 3124 亿美元



资料来源: IDC, 西部证券研发中心

图 56: 2020 年中国公有云服务市场规模增速接近 50%



资料来源: IDC, 西部证券研发中心

从政策扶持层面上来说，云计算是全球不可逆转的一个趋势，是新一代信息技术的重要发展方向。中国从 2010 年开始即发布了多项规划，极力促进云计算产业的发展。

表 4: 2017-2020 年中国云计算相关政策汇总

2017-2020 年中国云计算相关政策汇总		
时间	政策	主要内容
2017 年 3 月	《云计算发展三年行动计划 (2017-2019 年)》	提出云计算产业发展规划:到 2019 年，我国云计算产业规模达到 4300 亿元，突破一批核心技术，云计算服务能力达到国际先进水平，对新一代信息产业发展的带动效应显著增强，云计算在制造、政务等领域的应用水平显著提升。
2017 年 6 月	《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》	提出“十三五”金融业信息技术工作的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施，强调稳步改进系统架构和云计算应用研究。

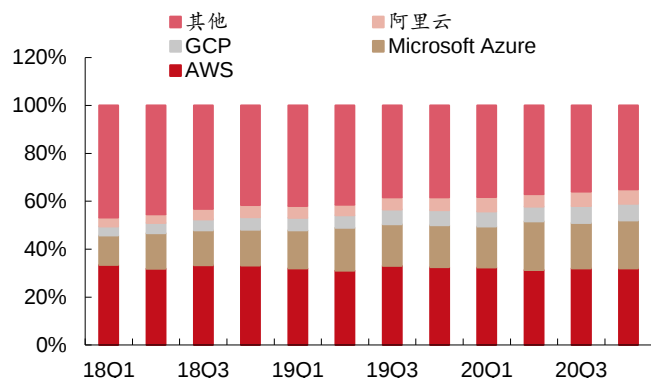
2017年11月	《关于深化“互联网+先进制造业”提出到2025年实现百万家企业上云，鼓励工业互联网平台在产业集聚区落地，推动地方通过发展工业互联网的指导意见》	财税支持、政府购买服务等方式鼓励中小企业业务系统向云端迁移。
2018年8月	《扩大和升级信息消费三年行动计划(2018-2020年)》	形成100个企业上云典型应用案例。利用物联网、大数据、云计算、人工智能等技术推动电子产品智能化升级。
2018年8月	《推动企业上云实施指南(2018-2020)》	提出到2020年，云计算在企业生产、经营、管理中的应用广泛普及，全国新增上云企业100万家。
2019年9月	《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021年)》	引导金融机构探索与互联网交易特征相适应、与金融信息安全要求相匹配的云计算解决方案。加快云计算金融应用规范落地实施，充分发挥云计算在资源整合、弹性伸缩等方面的优势。
2020年4月	《关于推进“上云用数赋智”行动支持在具备条件的行业领域和企业范围探索大数据、人工智能、云计算、数字孪生、5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新。	培育新经济发展实施方案》

资料来源：前瞻产业研究院，西部证券研发中心

中国云计算市场发展目前还处在较早期，IaaS和PaaS发展速度较SaaS更快。全球市场看，SaaS占公有云市场的六成以上，中国市场恰好相反，底层的IaaS和PaaS占大头，SaaS目前仅占不到三成，但发展速度极快，业内认为未来SaaS将是国内云计算企业竞争的主战场。

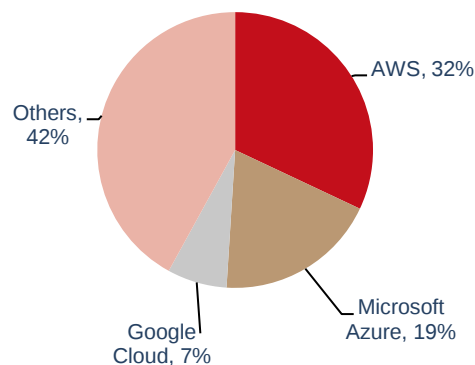
IaaS和PaaS是云计算的底层基础设施，前期资本投入较高，形成强规模效应。因此IaaS和PaaS市场马太效应明显。从全球IaaS+PaaS市场竞争格局变化来看，中小企业加速出清，头部集中度逐渐升高。21Q1 Amazon Web Services 占据了全球云计算基础设施服务市场（IaaS+PaaS）的32%份额，是行业的绝对龙头，Microsoft Azure/Google Cloud排名第二、第三，市占率分别为19%/7%。TOP3企业市占率达到58%。

图 57：2018 年以来全球云计算基础设施市场头部企业市占率提升



资料来源：Canalys，西部证券研发中心

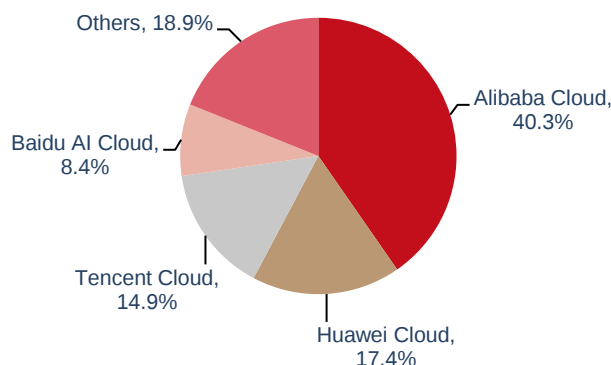
图 58：全球云计算基础设施服务市场 TOP3 企业市占率达到 58%



资料来源：Canalys，西部证券研发中心

中国的 IaaS+PaaS 市场格局与全球格局高度相似，根据 Canalys 公布的 20Q4 数据，阿里云市占率最高，达到 40.3%，第二/第三名为华为云和腾讯云，分别占据 17.4%/14.9% 的市场份额，TOP3 企业市占率为 72%，头部集中度较全球市场更高。

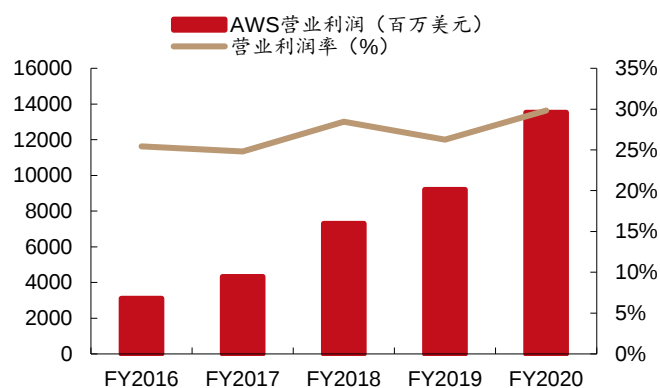
图 59：中国云计算基础设施服务市场 TOP3 企业市占率达到 72%



资料来源：Canalys，西部证券研发中心

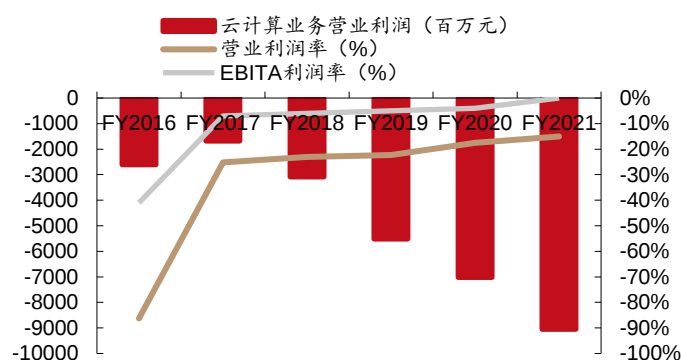
从 AWS 和阿里云的发展经验来看，云计算基础设施建设的前期资本开支较高，但龙头企业一旦形成规模效应，将带来硬件利用效率提升、单位成本摊薄，以及议价能力的增强，盈利能力持续改善。AWS 是全球云计算龙头，2020 年营业利润率已达到 30%，且 2016 年以来利润率均稳定在 25%-30%。中国市场龙头阿里云，2021 财年 EBITDA 利润率即将转正，营业利润亏损率也在逐渐缩小。

图 60：AWS2020 年营业利润率已达到 30%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 61：阿里云 EBITDA 利润率即将转正



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

由于目前国内各主要厂商的竞争仍集中于基础领域，SaaS 产业基础比较薄弱，尚未形成比拟欧美市场的成熟产业链和专业化分工。美国头部 SaaS 企业已基本覆盖了各大细分赛道，诸多领域均出现成熟的 SaaS 产品，而中国企业主要集中在 ERP、零售电商等赛道。

表 5：中国 SaaS 企业主要集中在 ERP、零售电商等赛道

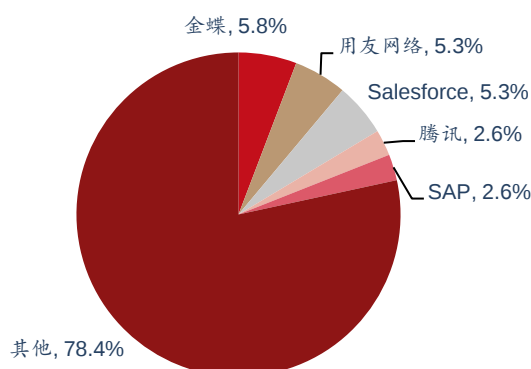
美国标杆型 SaaS 企业	所属领域	中国标杆型 SaaS 企业	所属领域
Salesforce	客户运营	用友	ERP
Zoom	视频通信	广联达	地产
Shopify	零售电商	浪潮信息	ERP
ServiceNow	ITSM	有赞	零售电商
Square	金融	随锐科技	协同办公

WorkDay	HRM	泛微网络	协同办公
Veeva Systems	医疗	微盟	零售电商
Twilio	视频通信	光云科技	零售电商
DocuSign	电子签名	263（二六三）	视频通信
Datadog	数据分析	鼎捷软件	工业
Coupa	采购与供应链	畅捷通	财税管理
Slack	协同办公		

资料来源：艾瑞咨询，西部证券研发中心

以上头部的 IaaS+PaaS 龙头企业中，腾讯在 SaaS 的布局相对较强，依靠 to C 端社交和音视频领域的优势，诞生了企业微信和腾讯会议两款用户体量较大的产品。在中国企业级 SaaS 行业极为分散的竞争格局中，腾讯以 2.6% 的市占率跻入 TOP5。

图 62：2020H1 中国企业级 SAAS 行业竞争格局较为分散



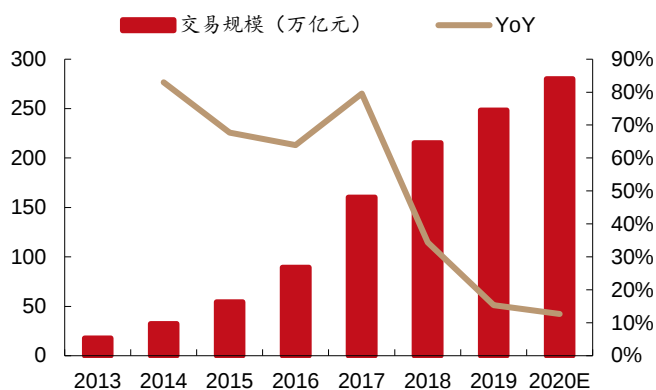
资料来源：IDC, 前瞻产业研究院，西部证券研发中心

2.3.2 第三方支付C端两大巨头鼎立，未来方向在B端赋能

第三方支付有别于传统支付，除了收付款方和银行外，还有第三方支付机构与清算机构介入其中，根据中国人民银行颁布的《非金融机构支付服务管理办法》，第三方支付业务包括网络支付（互联网及移动支付）、银行卡收单、预付卡发行与受理以及其他。

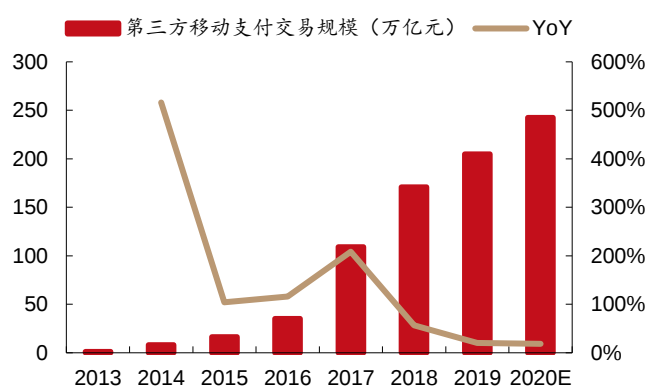
第三方支付规模超 280 万亿元，移动支付是其中增速最快的领域。随着我国智能移动终端普及化、电商消费移动化趋势增强，第三方支付交易规模整体持续增长。据前瞻产业研究院统计，我国第三方综合支付交易规模由 13 年的 17.75 万亿元提升至 19 年的 248.51 万亿元，13-19 年 CAGR+55.25%，预计 2020 年综合规模突破 280 万亿元。其中移动支付是增长最快的细分领域，支付规模由 13 年的 1.32 万亿元提升至 19 年的 204.86 万亿元，13-19 年 CAGR+132.41%，预计 2020 年移动支付交易规模约为 242.7 万亿元，占第三方综合支付交易比重较 13 年提升 80pct 至 86.68%，占据绝对比例。

图 63：第三方支付规模超 280 万亿元



资料来源：前瞻产业研究院，西部证券研发中心

图 64：移动支付规模快速扩大



资料来源：前瞻产业研究院，西部证券研发中心

第三方支付市场参与者包括账户机构、收单机构以及清算机构。账户机构即为消费者（C端）的支付账户，代表机构包括支付宝、微信支付等；收单机构即商户（B端）的受理机构，负责确认交易的真实性并将收到的付款结算后转至商户账户，代表机构包括拉卡拉、银联商务等；清算机构主要负责银行卡收单、网络支付清算工作，代表机构包括银联和网联。

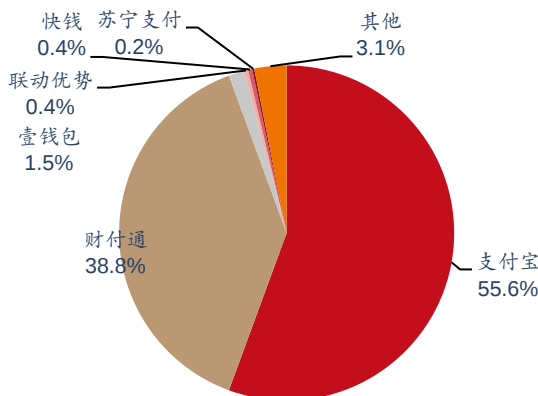
图 65：我国第三方支付市场产业链



资料来源：艾瑞咨询，西部证券研发中心

C端两大巨头鼎立，竞争格局相对稳定。第三方支付市场账户侧呈现双寡头格局，支付宝和财付通（腾讯）分别凭借着自身先发优势与场景优势，形成了各自流量入口壁垒，其中支付宝依托电商场景，满足消费者电商平台交易付款、网络理财等移动支付需求；财付通依托腾讯社交场景，满足消费者高频红包转账、出行乘车等移动支付需求。据艾瑞咨询统计，2020Q2 支付宝和财付通在第三方移动支付上的市场份额分别为 55.6%和 38.8%，二者合计份额超过 90%，且保持相对稳定，占据着国内绝大部分市场份额。近年来，双巨头也通过大额补贴等方式抢夺线下门店支付市场，构造全方位多元化的支付生态系统，我们预计未来支付宝和财付通将继续占据国内第三方移动支付的主要规模。

图 66: 2020Q2 中国第三方移动支付市场份额

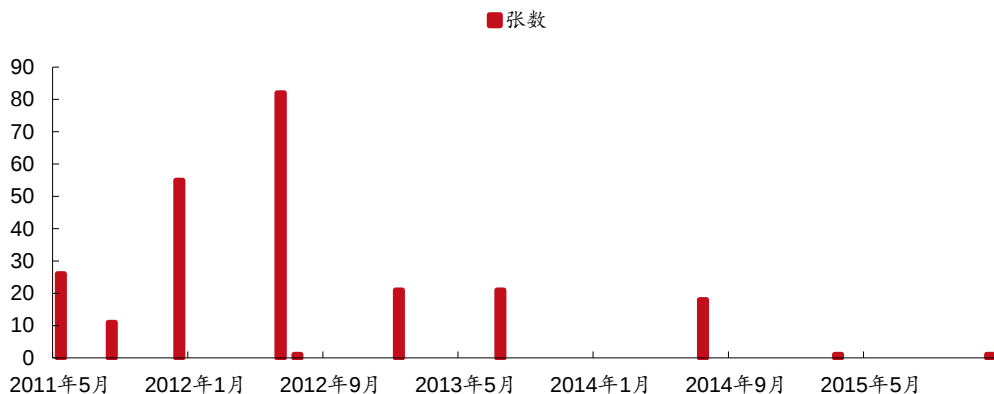


资料来源: 艾瑞咨询, 西部证券研发中心

行业壁垒高, 新进入者或难撼动当下格局。当下抖音、快手、美团等随着自身垂直业务高速发展, 对移动支付需求不断扩大, 以快手为例, 据其招股书显示, 从 2017 年到 2019 年, 快手向腾讯支付的支付渠道费用分别为 5900 万元、1.42 亿元、2.19 亿元, 自建支付体系的必要性摆在面前, 一方面有助于降低成本, 另一方面有助于完善生态闭环, 进而各科技巨头在支付领域均有所布局。我们认为, 虽然新兴力量不断崛起, 但撼动微信支付和支付宝目前已有的双寡头格局, 还是极为困难:

- 1) **支付牌照发放阀门关闭提高进入门槛。**央行自 2010 年起加强支付牌照监管,《非金融机构支付服务管理办法》要求从事支付业务的公司必须取得第三方支付牌照。11 年第一批支付牌照发布, 合计 27 张; 2011~2015 年间, 央行分 9 批发放支付牌照。2016 年起, 央行表示原则上不再发放新增支付牌照。截至 2020 年 6 月, 非银金融机构拥有的支付牌照总数仅为 237 张。

图 67: 第三方支付牌照发放节奏 (张)



资料来源: 腾讯云社区, 西部证券研发中心

- 2) **巨额流量积累和支付习惯迁移难度高。**以抖音、快手为例, 虽然此类互联网巨头目前掌握了巨大流量, 但都集中在短视频这单一场景中, 国民级 APP 微信支付基本涵盖当下所有移动支付参与者可能涉及到的场景, 同时微信的便捷、简洁、迅速也加深了用

户使用粘性；即便二者在大力拓展电商/直播带货业务，但消费者已经习惯在淘宝、京东等平台购物，电商界的2:8定律或决定下层消费支付环节的2:8定律。

- 3) **政策从严导致风控成本大。**2021年首月，央行3日内连发两文，就非银支付机构条例征求意见以及发布客户备付金存管办法。其一改变了原第三方支付分类口径，其二重新定义了支付账户的定义。可以看到，央行对支付行业从严监管贯彻始终，任何一个微小地调整对中小支付机构都将重塑，进而我们认为该行业对企业风控要求极高。

表 6：第三方支付相关政策文件

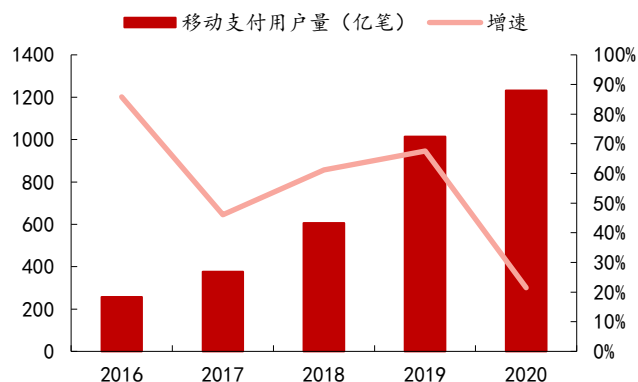
时间	政策	内容
2010年6月14日	《非金融机构支付服务管理办法》	办法明确了第三方支付业务的经营主体、经营领域和监管要求，以网络支付（含货币汇兑、互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、数字电视支付等）、预付卡发行和受理、银行卡收单三种类型为主要形式的第三方支付业务纳入监管。对第三方支付设置了准入门槛，要求从事支付业务的机构需取得相应的经营许可证，并对其经营活动进行审慎监管，实行的是机构监管模式。
2012年9月27日	《支付机构预付卡业务管理办法》	对预付卡的发行、受理、使用、充值和赎回及预付卡业务企业监督与管理做出详细规定。
2015年12月28日	《非银行支付机构网络支付业务管理办法》	对支付机构开展网络支付业务的业务范围、客户支付账户定义及分级管理、支付账和银行账户资金流转、支付机构分级管理、对个人客户使用支付账户余额支付按安全等级进行交易限额、监督管理机制等进行详细规定，相较于之前的意见稿，此为正式文件。
2017年12月25日	《条码支付业务规范(试行)》	对条码支付业务定义、条码生成和受理、条码类别、客户分级、限额管理、特约商户管理、外汇备付金账户管理、风险管理、信息安全进行明确规定。
2018年1月13日	《中国人民银行办公厅关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	明确规定自4月17日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例缴存至指定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息，这样就防止了支付机构以“吃利差”为主要盈利模式。网联平台建立后，通过其技术支撑，即可建立客户备付金集中存管体系，实现全部客户备付金的“集中清算、集中存管、集中监督”，从而有效化解备付金挪用、占用风险，维护市场秩序，防范金融风险。
2021年1月10日	《非银行支付机构条例(征求意见稿)》	《条例》明确，非银行支付机构未遵循安全、高效、诚信和公平竞争原则，严重影响支付服务市场健康发展的，中国人民银行可以向国务院反垄断执法机构建议采取停止滥用市场支配地位行为、停止实施集中、按照支付业务类型拆分非银行支付机构等措施。

资料来源：中国政府网，西部证券研发中心

- 4) **支付是基础，衍生金融服务业务才是利润中心。**支付业务中社交支付毛利为零，商业支付还需向银行缴纳结算与清算费，而真正的赚钱业务实则为支付引流下的理财、贷款、保险等金融服务。互联网巨头获取支付牌照以节约商业支付费，实现内部流量闭环或可行，若要真正实现盈利，则需要再布局其他金融业务。

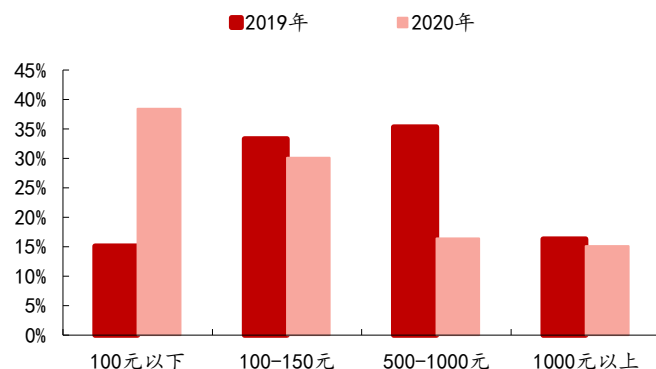
移动支付频次高但小额化特征日渐显著。移动支付场景集中于C端在线电商、外卖、出行、机酒商旅、线下扫码等，腾讯和阿里通过控股或投资相关领域龙头企业，全场景布局。目前移动支付频次高但金额小特征显著，据中商产业研究院统计与调研，2020年我国移动支付次数同比增长21.4%至1232.2亿笔，增速有所回落，用户单笔支付金额在100元以下的比例较19年大幅提升23.3pct至38.4%，成为最主要的单笔支付金额结构(VS 2019年500-1000元档占比最高为35.5%)。

图 68：我国移动支付次数增速有所回落



资料来源：中商产业研究院，西部证券研发中心

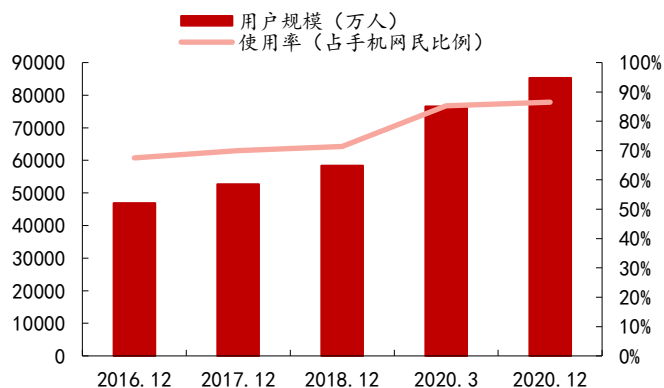
图 69：单笔支付金额小额化日渐显著



资料来源：中商产业研究院，西部证券研发中心

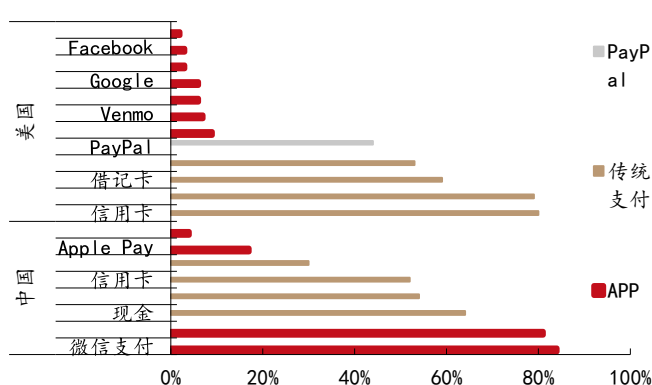
C 端流量逐渐饱和，使用率与渗透率处于较高水平。据中商产业研究院统计，截至 2020 年我国手机网络支付用户规模达 8.53 亿人，占手机网民的 86.5%，较 2018 年手机网民移动支付使用率提升 15pct，使用率大幅提高的同时可以看到目前增长逐渐趋缓，2020 年 3-12 月间仅提升 1pct，C 端流量趋向饱和，人口红利逐渐消失。据贝恩咨询 2018 年产业调研，微信支付和支付宝是我国主要的支付方式，使用率均超 80%；而美国仍以信用卡和现金支付为主，Paypal 使用比率仅 44%，对比美国我国电子支付渗透率已经处于比较高的水平。

图 70：我国移动支付规模占手机网民比例近九成



资料来源：中商产业研究院，西部证券研发中心

图 71：我国电子支付渗透率已经处于比较高的水平

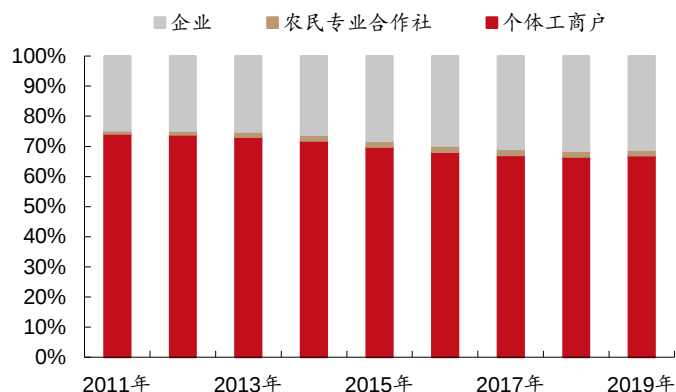


资料来源：Bain, Research New retail banking NPS survey 2018，西部证券研发中心

注：该口径渗透率为各种支付方式使用率情况

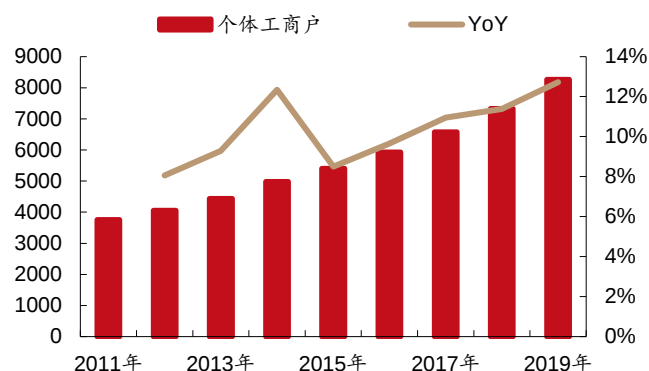
未来拓展方向在 B 端中小商户赋能。随着 C 端新增用户流量趋向饱和、移动支付使用率/渗透率已处于较高水平、用户单笔支付小额化日渐显著，我们认为未来第三方移动支付将从基于 C 端的竞争转到基于商户服务的 B 端竞争。据国家工商总局统计，个体工商户是我国最主要的市场主体，占比稳定在七成左右，截至 2019 年底我国约有 8261 万户个体工商户，在多项国家政策支持下，个体工商户规模保持着 10%+ 的稳健增长。在 B 端市场，第三方支付平台一方面加强对全国千万家中小工商户的拓展覆盖，另一方面对商户的服务由单一支付功能赋能到收银、入账、盘点、管理、营销等方面，以提高变现能力。

图 72：我国个体工商户占比近七成



资料来源：国家工商总局，西部证券研发中心

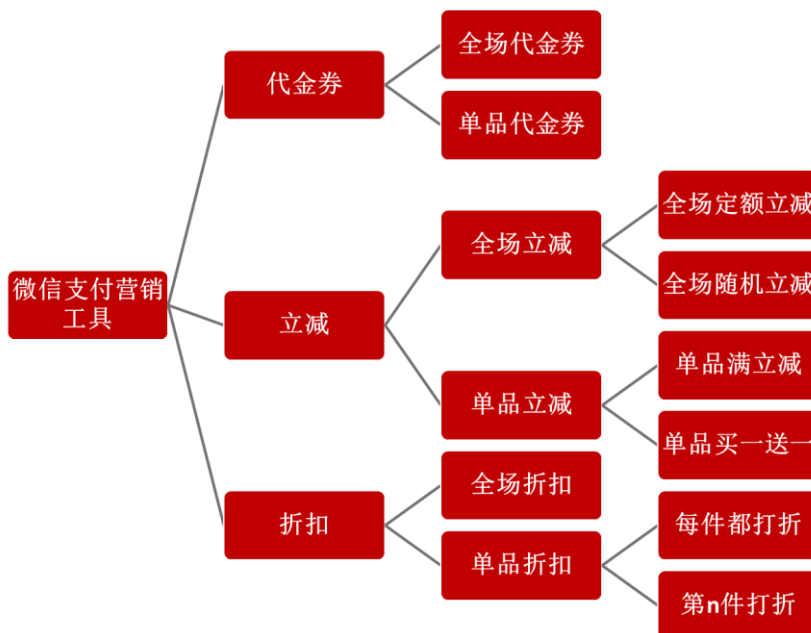
图 73：个体工商户数量稳健增长（万户）



资料来源：国家工商总局，西部证券研发中心

据蚂蚁集团招股书披露，截至 2020 年 6 月支付宝月度活跃商家超过 8000 万，已基本实现我国在业/存续个体工商户高度覆盖。腾讯 2020Q1 财报披露，微信支付月活跃商户超过 5000 万，未来腾讯在 B 端中小商户渗透率提升上尚存空间。目前支付宝和微信支付均推出多样 B 端赋能业务，比如微信支付商户平台推出营销工具服务（包括代金券、立减与折扣和智慧营销三种工具），商户能够基于平台简单的创建活动规则，同时具备后台活动管理和数据统计功能，满足商户门店导流、二次消费、提高客单价等多种需求。

图 74：微信支付营销工具



资料来源：腾讯官网，西部证券研发中心

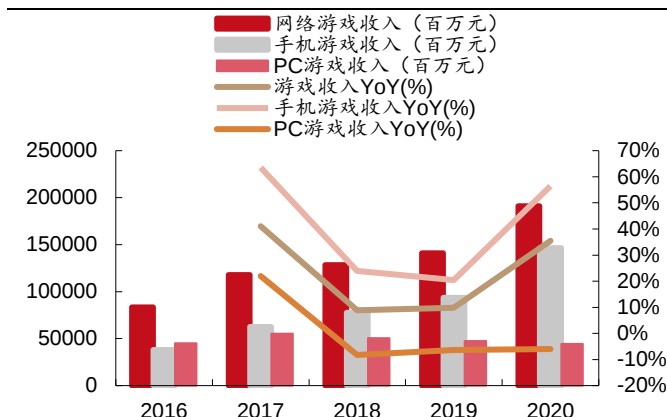
三、腾讯生态体系完善，变现渠道多元

3.1 腾讯游戏：内生外延，社交流量壁垒高，稳居世界游戏龙头

3.1.1 手游世界龙头，两款拳头游戏霸榜全球

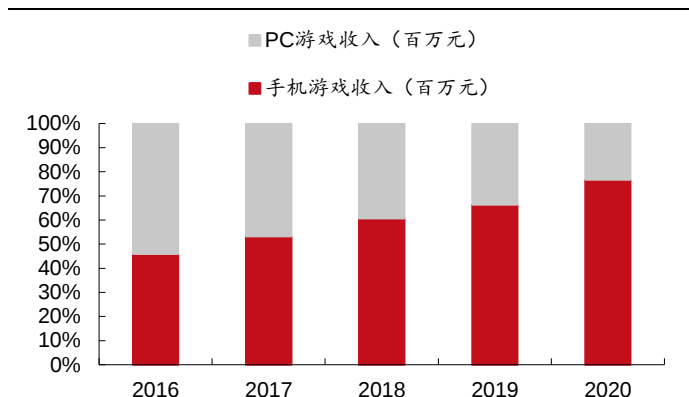
腾讯 2020 年网络游戏收入（包括渠道分发收入）共 1912 亿元，同比增长 35.5%，占总收入比重 39.7%；其中手机游戏收入 1466 亿元，同比增长 56.5%，PC 游戏收入 445 亿元，同比下滑 6%。

图 75：2020 年公司手机游戏收入同比增长 57%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

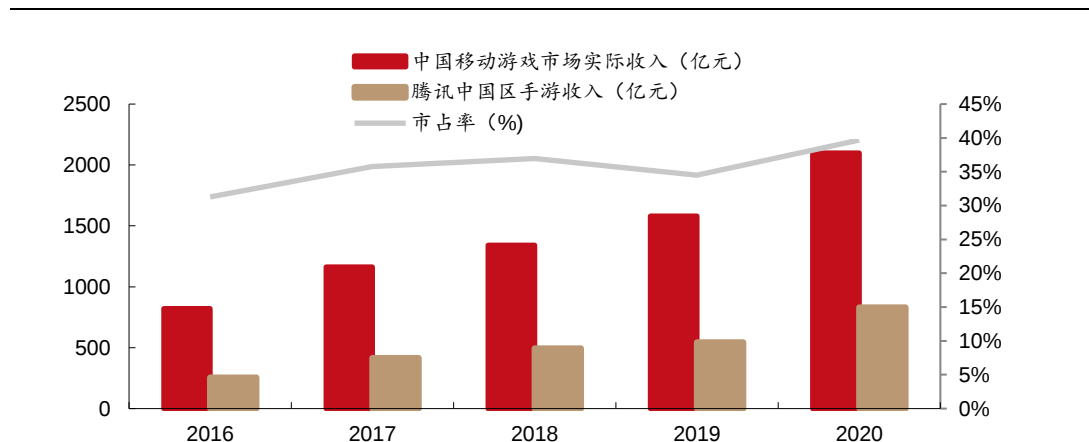
图 76：2020 年公司手机游戏占所有游戏收入占比达到 77%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

根据伽马数据，2020 年中国手游实际收入规模达到 2097 亿元，按照腾讯游戏收入（不包括渠道收入）口径，其手游在国内的市占率达到 40%，是国内当之无愧的游戏龙头公司。

图 77：2020 年腾讯手游收入（不包括渠道分发）市占率约 40%



资料来源：伽马数据，公司公告，西部证券研发中心

腾讯不仅只是中国游戏行业龙头，更是已经成为世界游戏产业第一大公司。根据 App Annie 数据，2020 年全球发行商 TOP10（根据全球 iOS&Google Play 综合收入排名），腾讯排名全球第一。

表 7: 2020 年全球发行商 TOP10 (根据全球 iOS&Google Play 综合收入排名)

App Annie 全球 52 强发行商 全球 iOS&Google Play 综合收入		
RANK	COMPANY	COUNTRY
1	腾讯	中国
2	网易	中国
3	Activision Blizzard	美国
4	Supercell	芬兰
5	BANDAI NAMCO	日本
6	Netmarble	韩国
7	Playrix	爱尔兰
8	Sony	日本
9	Playtika	以色列
10	InterActiveCorp(IAC)	美国
11	Zynga	美国
12	LINE	日本
13	SQUARE ENIX	日本
14	Aristocrat	澳大利亚
15	Google	美国

资料来源: App Annie, 西部证券研发中心

公司旗下有大量的自研和代理产品在国内手游流水收入榜上名列前茅, 2021 年 5 月 17 日的 iOS 游戏畅销榜 TOP30 的游戏中, 腾讯出品游戏占据 9 款, 是所有游戏厂商中最多的。并且畅销游戏都具有强劲的生命力, 如《王者荣耀》上线时间接近 6 年, 仍连续蝉联中国手游流水排行榜 TOP1。《和平精英》上线时间超过 3 年, 位居中国手游流水排行榜 TOP2。另外排名 iOS 游戏畅销榜 TOP30 以内的腾讯游戏有 4 款运营时间都在 3 年以上。

表 8: 腾讯主要游戏 iOS 畅销榜排名

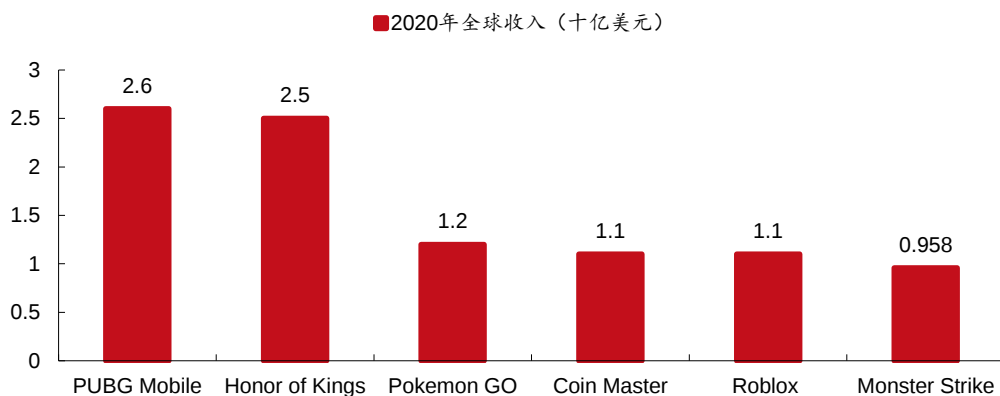
游戏名称	公司	2020/1	2020/2	2020/3	2020/4	2020/5	2020/6	2020/7	2020/8	2020/9	2020/10	2020/11	2020/12	2021/1	2021/2	2021/3	2021/4
王者荣耀	腾讯	1	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
和平精英	腾讯	2	1	1	2	2	3	2	2	3	3	3	3	2	2	2	2
三国志·战略版	灵犀互娱	6	4	3	3	3	4	4	4	4	6	4	5	5	5	4	5
梦幻西游	网易	5	5	5	5	4	5	5	4	4	6	5	4	3	4	4	4
万国觉醒	莉莉丝									4	5	7	8	9	10	7	8
火影忍者	腾讯	14	22	21	18	13	20	21	26	21	19	23	23	16	20	23	19
航海王热血航线	朝夕光年																6
天涯明月刀	腾讯										2	3	4	5	6	8	8
问道	吉比特	26	20	22	21	20	27	33	36	33	23	25	23	18	25	22	18
坎特伯雷公主与骑士唤醒冠军之剑的奇幻冒险	上海幻电科技有限																5
奇幻冒险	公司																
大话西游	网易	15	11	10	11	12	13	16	14	11	13	11	11	11	11	11	13
一念逍遥	吉比特													2	10	10	12
斗罗大陆: 武魂觉醒	Khorgas	68	57	59	79	95	106	128	144	122	131	132	144	133	132	82	114

Zhifan																	
明日方舟	鹰角网络	19	49	47	57	29	42	46	40	48	52	38	62	44	46	48	55
率土之滨	网易	12	11	8	7	7	8	10	9	7	9	10	11	12	14	13	12
倩女幽魂	网易	21	17	15	15	15	17	21	21	19	18	19	20	23	27	22	23
神武4	多益网络	13	9	8	10	10	12	13	16	14	12	13	11	13	15	13	13
原神	米哈游									571	4	7	6	9	7	7	14
欢乐斗地主	腾讯	27	17	22	27	25	28	30	31	30	27	29	24	20	20	13	16
JJ斗地主-欢乐棋牌	JJWorld	41	35	39	33	26	22	25	26	21	23	21	17	19	22	18	18
休闲合集	Network																
穿越火线:枪战王者	腾讯	8	11	18	22	22	22	23	13	27	30	32	28	14	10	16	24
阴阳师	网易	16	16	18	16	14	21	22	14	25	20	19	21	20	15	20	22
开心消消乐	乐元素	21	18	21	20	20	22	26	27	28	27	24	21	24	28	22	22
明日之后	网易	26	22	18	18	18	19	25	24	26	23	24	24	26	23	33	26
使命召唤手游	腾讯												4	3	17	28	39
全民奇迹2	腾讯																13
斗罗大陆-斗神再临	中手游																20
QQ飞车	腾讯	14	8	13	21	16	20	23	20	27	26	31	23	18	19	21	25
浮生为卿歌	友谊时光	52	27	18	14	13	12	15	15	15	18	20	20	27	29	27	27
天谕	网易													8	14	19	21

资料来源：七麦数据，西部证券研发中心

在海外市场，腾讯两款拳头产品表现超群，远好于其他竞争对手。根据 Sensor Tower 数据，2020 年全球 App Store 和 Google Play（不包括第三方安卓渠道）手游收入 TOP2 是腾讯的两款自研产品：《PUBG Mobile》和《Honor of Kings》（《王者荣耀》海外版），分别斩获 26 亿和 25 亿美元流水收入；第三名《Pokemon GO》全年流水 12 亿美元，与腾讯两款产品差距较大。2019 年《Honor of Kings》即是全球手游收入第一名，《PUBG Mobile》紧随其后。

图 78：2020 年腾讯两款自研手游全球收入远超其他竞争对手

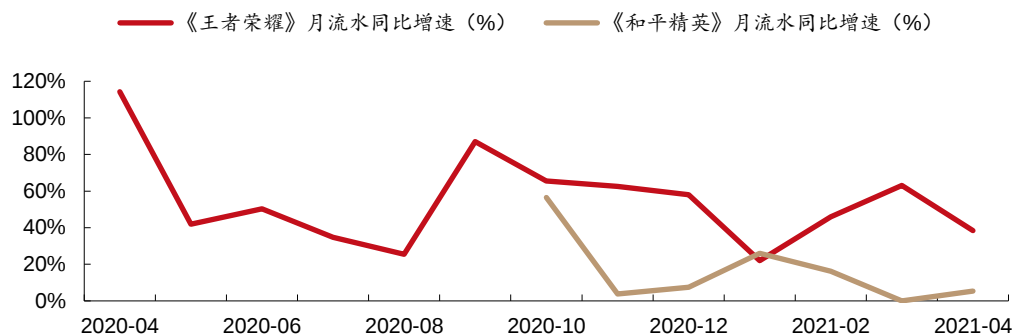


资料来源：Sensor Tower，西部证券研发中心

注：统计周期为 2020 年 1 月 1 日至 12 月 14 日；数据不包括第三方安卓平台

通常大 DAU 产品因具有较强社交效应，生命周期在所有类型中较长，目前这两款拳头游戏的生命周期仍处在增长期。根据 Sensor Tower 数据，从 2020 年 4 月至 2021 年 4 月，《王者荣耀》月流水同比增速保持在 30%-50% 左右，《和平精英》月流水同比增速则平均在 10%-20%。

图 79：《王者荣耀》和《和平精英》的产品生命周期仍处在上升期中



资料来源：Sensor Tower，西部证券研发中心

注：数据不包括第三方安卓平台

3.1.2 充分利用社交流量优势，建立大DAU类游戏壁垒

腾讯作为国内互联网巨头，拥有庞大的社交流量作为后盾，各项产品体系、外界合作、资本布局也有意识地将互联网流量向腾讯系产品聚拢，腾讯的流量渠道实际上已经形成生态网络。因此能够在大 DAU 类型游戏上筑建壁垒，并且拥有强大的分发渠道。

腾讯所拥有的 QQ 和微信用户流量，具有很强的现实社群关系。因此从自研早期至今，腾讯头部的游戏产品都是大 DAU 品类，即用户基数较大、社交属性重、具备网络效应的游戏，例如棋牌、赛车竞技、MOBA 等，玩家会拉动现实生活中的好友一起加入游戏。这些游戏非常适配腾讯生态内的流量优势。

这种社交特性和网络效应导致了向头部高度集中的现象。《王者荣耀》2015 年上线，2020 年该游戏日均活跃用户达到 1 亿，是世界首个日活用户达到一亿的手游。根据头豹研究院数据，《王者荣耀》在全球 MOBA 手游中占据 95% 的市场份额，在国内 MOBA 手游中占据 99% 份额，其他国产 MOBA 手游瓜分剩下的 1% 份额。根据七麦数据，《王者荣耀》稳居 iOS 游戏畅销榜第一名，MOBA 类型排名第二、第三的手游《决战！平安京》和《非人学园》均出自国内另一头部游戏研发商网易，但两款游戏仅排在畅销榜的 115 名和 485 名，流水体量与第一名相去甚远。

表 9：国内 MOBA 类游戏中没有其他游戏能与《王者荣耀》抗衡

游戏名称	开发商	七麦游戏畅销榜排名	TapTap 安装量
王者荣耀	腾讯	1	23533445
决战！平安京	网易游戏	115	7772828
非人学园	网易游戏	485	4979445

300 大作战	跳跃网络	758	2202209
时空召唤	广州银汉科技有限公司	541	2128764
英魂之刃	福建网龙计算机网络信息技术有限公司	445	2008228
枪神对决	深圳市大梦龙途文化传播有限公司	1253	1914752

资料来源：七麦数据，TapTap，西部证券研发中心

《和平精英》是“大逃杀”射击类游戏，玩法中也有较多团队配合、玩家博弈等强社交特征。2017 年是这类游戏的爆发年份，在《和平精英》上线之前，网易的两款“大逃杀”游戏《荒野行动》和《终结者 2：审判日》，以及小米出品的《小米枪战》整体流水表现都不俗，尤其是《荒野行动》上线一个月，注册用户数量超过了 1 亿，成为了全球 iOS 和下载量排名第二的手游。

但在《和平精英》上线后，其他“吃鸡”游戏迅速没落。之后《荒野行动》以优秀的品质成功拿下日本市场，这说明就产品内容而言，《荒野行动》的品质并不逊于《和平精英》，但在中国市场，网易的平台流量优势较腾讯小，成就了《和平精英》的反超。

图 80：《和平精英》上线前的 2017 年 11 月中国手游下载量 TOP30 中有两款是网易出品的“吃鸡”手游

2017年11月中国手游下载量TOP30 | 海外App Store + Google Play

手游及发行商		
1		Rules of Survival 网易
2		Mobile Legends 沐瞳科技
3		别踩白块儿2 猎豹移动
4		羽毛球高手 RedFish Games
5		跳舞的线 猎豹移动
6		Last Battleground 智明星通
7		王国纪元 IGG
8		Word Connect 创智优品
9		滚动的天空 猎豹移动
10		王者荣耀 腾讯
11		谜题发烧友 Windforce Games
12		Shoot Hunter-Gun Killer RAY3D
13		荒野行动 网易
14		Crazy for Speed Magic Seven
15		城堡争霸 IGG
16		末日争霸: 丧尸之战 im30.net
17		火器时代 趣加
18		Solitaire! 创智优品
19		狂暴之翼 游族网络
20		Jungle Monkey Run marble.lab
21		Army Men Strike 原力棱镜科技
22		Gunship Strike 3D 涂鸦移动
23		Survivor Royale 网易
24		美小鱼的秘密1 JoyPlus Tech
25		Color Hockey Gameone
26		Zombie Frontier 3 非奇科技
27		BEN10终极英雄 TurnOut Ventures
28		Bike Racing 3D 涂鸦移动
29		Fidget Spinner 涂鸦移动
30		Art of Conquest 莉莉丝游戏

以上榜单来源于Sensor Tower2017年11月期间中国大陆以外App Store及Google Play商店之下载量估算。

资料来源：Sensor Tower，西部证券研发中心

对于目前进入这种大 DAU 品类的其他游戏厂商来说，失去了天然社交流量的加持，就必

须在产品早期的买量、品牌宣传导流等花费较大成本，且时间较为漫长。还需要从《王者荣耀》《和平精英》这类国民级手游中夺取用户，打破玩家的社交习惯。因此，国内至今没有厂商能够在大 DAU 品类上打破腾讯建立的强大壁垒。

社交流量除了帮助腾讯在大 DAU 类游戏上建立壁垒之外，还构建了超强的游戏代理分发网络。从腾讯开放平台上我们可以看到，分发渠道网络包括：微信、手机 QQ、应用宝、手机 QQ 游戏大厅、手机 QQ 空间、手机 QQ 浏览器、腾讯新闻 APP 等。外部游戏厂商若将移动游戏接入腾讯分发渠道，可以分享腾讯体系内的海量用户及关系链，定制专属运营方案；还能够接入 Q 币 Q 点等、微信支付等支付渠道。选择接入腾讯开放平台进行联运的厂商，可以在扣除安卓渠道固定成本（25%）后，拿到剩余 75%毛收入的 60%，即腾讯方最终对流水抽成 55%。

这些分发渠道中，微信游戏中心依赖于完整的社交生态，成为腾讯游戏分发业务增长的新驱动力。微信游戏中心于 2013 年上线，2020 年其 MAU 首次突破 5 亿，人均游戏时长实现同比增长 50%，人均游戏款数同比增长 20%。

图 81：腾讯将多个产品的分发场景聚合为第三方厂商提供开放平台渠道



资料来源：腾讯开放平台，西部证券研发中心

3.1.3 内生实行赛马机制，外延绑定优质CP

以下我们分析了腾讯游戏崛起的历程：腾讯游戏的发展战略非常清晰，早期“自研+代理”两条赛道同时“赛马”，自研利用社交流量优势，以休闲游戏作为突破口，逐渐拓展品类和 IP；代理则补全品类缺口，并在后期提供手游化改编的基础。同时大举进行海内外投资并购，绑定头部 CP，稳居全球游戏厂商 TOP1。

腾讯最早并不以游戏起家，其做游戏的开端起源于 2002 年，当时多家互联网公司认识到 SP 服务业务风险较高，均考虑转向文娱产业进行流量变现，而游戏是最能够稳定商业化的产业之一。率先进军游戏行业的网易（9999.HK），通过收购《天下》研发团队，已经自研出了当时的爆款 IP《大话西游》，另一家大厂商盛大则代理了现象级作品《热血传奇》。腾讯也面临抉择，是选择直接代理带来的短期盈利还是自主研发带来的长期回报。

因此，早期腾讯内部在发展游戏业务上也采用了“赛马机制”，即分化成两条路线：R 线（自研）和 M 线（代理）。M 线尝试代理发行海外网游，而同时期 R 线部成立一个研发小组，通过简单的休闲游戏找到突破口。两条业务线自由选择游戏品类、搭建技术和人才

体系，进行“赛马”竞争。

M 线引进的《凯旋》，其品类是当时最国内吃香的 MMORPG（大型多人在线角色扮演游戏），美术风格为韩系网游。但《凯旋》最终因为腾讯缺乏游戏代理经验而惨败，失败原因包括游戏安装包过大，用户 PC 下载量被限制；大部分玩家只能在网吧玩这类大型网游，但腾讯并未大范围铺开网吧地推，宣传不够到位等。

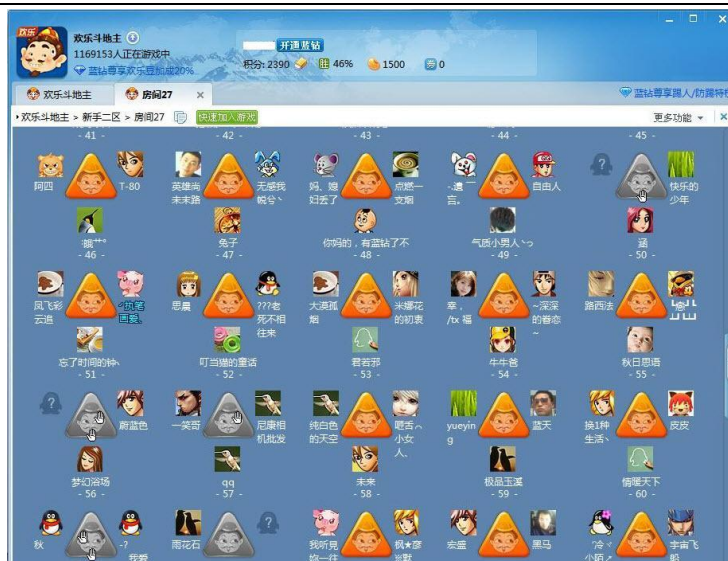
图 82：腾讯代理的第一款游戏是 MMO 类型的《凯旋》



资料来源：腾讯游戏学院，西部证券研发中心

另一边 R 线对标当时中国最大的棋牌休闲游戏平台“联众”，开发出了第一版 QQ 游戏平台。棋牌游戏规则固定、没有技术门槛、社交性强，这一品类非常契合当时腾讯拥有的庞大 QQ 社交用户。除此之外，创新的欢乐豆、Q 币体系（虚拟货币）、QQ 会员和 QQ 秀服务也帮助腾讯迅速超越联众，最终大获成功，成为国内第一大休闲游戏门户。

图 83：腾讯第一款自研的游戏产品为休闲游戏集合平台 QQ 游戏大厅



资料来源：较早版本 QQ 游戏平台截图，西部证券研发中心

此后，腾讯仍然实行自研和代理两条线并行“赛马”的战略。2004-2008 间，腾讯自研游戏包括《QQ 幻想》、《QQ 飞车》、《QQ 堂》等，同时代理了《穿越火线》、《地下城与勇

士》等热门游戏。2009年，QQ农场的“偷菜”玩法火爆全网，体现了腾讯把社交和游戏结合的巨大力量。2013年腾讯进军手游市场，仍然以休闲游戏为切入口，上线《天天爱消除》《天天酷跑》等多款休闲游戏，并乘着手游市场高速增长的风向，逐步涉及MOBA、FPS、RPG、二次元、动漫IP等其他品类。2015年腾讯自研有了较大突破，上线了全民爆款《王者荣耀》。2018年上线了改编自《绝地求生》（韩国蓝洞研发的端游）的《和平精英》，其成为了继《王者荣耀》后的第二个国内爆款产品。

表 10：腾讯一直在自研和代理两条线上同时发力，均有头部作品

腾讯自研/代理条线头部游戏						
时间（年）	自研条线	品类	平台	代理条线	品类	平台
2004	QQ 堂	休闲类	端游			
2005	QQ 幻想	MMORPG	端游			
2007				QQ 华夏	MMORPG	端游
				穿越火线	FPS	端游
2008	QQ 飞车	RAC	端游	QQ 炫舞	音乐类	端游
	QQ 自由幻想	MMORPG	端游	地下城与勇士	MMOACT	端游
2009	斗战神	MMORPG	端游	英雄联盟	MOBA	端游
2011	逆战	FPS	端游			
2012	轩辕传奇	MMORPG	端游	剑灵	PRG	端游
	御龙在天	MMORPG	端游			
2013	天天爱消除	休闲类-消除	手游			
	天天酷跑	角色扮演类-酷跑	手游			
2015	王者荣耀	MOBA	手游	奇迹暖暖	女性向换装类	手游
	全民突击	FPS	手游			
2016	天涯明月刀	MMORPG	端游			
	火影忍者	二次元/漫画 IP 改编	手游			
2017	QQ 飞车	竞技类-赛车	手游	魂斗罗：归来	竞技类-射击	手游
				龙之谷	角色扮演类	手游
				纪念碑谷 2	益智解谜	手游
2018	圣斗士星矢	二次元/漫画 IP 改编	手游	仙剑奇侠传 4	MMORPG	手游
2019	和平精英	竞技类-射击	手游	龙族幻想	MMORPG	手游
	狐妖小红娘	国风/漫画 IP 改编	手游	食物语	女性向 RPG	手游
				剑网 3：指尖江湖	MMOARPG	手游
2020	天涯明月刀	MMORPG	手游	完美世界	MMORPG	手游
				使命召唤	竞技类-射击	手游
				荒野乱斗	3V3 竞技	手游
2021	秦时明月世界	MMORPG/漫画 IP 改编	手游	妄想山海	MMORPG	手游

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

目前腾讯游戏业务方面有四大重要的工作室（群），分别为光子工作室、天美工作室、北极光工作室、魔方工作室群。目前腾讯的两大王牌产品《王者荣耀》和《和平精英》分别出自天美工作室和光子工作室。天美工作室成立于 2014 年，由原琳琅天上工作室、天美艺游工作室及卧龙工作室合并升级而来，制作过前期爆款游戏《QQ 飞车》《天天酷跑》。光子工作室由原量子工作室、光速工作室合并而来，是腾讯旗下和天美并肩的重点工作室。

表 11：腾讯游戏共有四个重要自研工作室

工作室群	旗下工作室	擅长游戏品类	代表作	营收规模占游戏收入比例%	注释
天美工作室群		休闲、角色扮演、射击、竞技对战、战争策略、竞速	王者荣耀、天天酷跑、QQ 飞车手游、逆战、枪神纪、一起来捉妖、御龙在天、御龙在天手游、天天来塔防、天天飞车、圣斗士星矢、魂斗罗归来、穿越火线：枪战王者	42%	由原琳琅天上工作室、天美艺游工作室及卧龙工作室合并升级而来
光子工作室群	2020 年 7 月，腾讯宣布在美国加州开设全新的游戏工作室 LightSpeed LA，将专注于制作 3A 级大型游戏	战术竞技、棋牌、休闲益智社交、MMORPG、FPS	和平精英、全民超神、全民突击、全民飞机大战、全民小镇、全民斗战神、节奏大师、QQ 仙侠传、末剑、英雄杀、QQ 华夏、自由幻想、斗战神、最强 NBA、变形金刚、全民枪王、梦想召唤王、夜店之王	29%	由腾讯游戏旗下原有量子工作室、光速工作室、QQ 游戏棋牌等优秀研发团队合并升级而来
魔方工作室群	魔术师、魔镜、魔王、魔笛		火影忍者格斗、火影忍者 ONLINE、仙剑奇侠传手游、全民水浒、全民农场、洛克王国、傲世西游、疯狂联盟、机甲旋风	NA	
北极光工作室群		3A 级精品游戏	无限法则、天涯明月刀手游、轩辕传奇、QQ 堂、雪鹰领主、狐妖小红娘	3%	北极光工作室群一线员工来自育碧、Epic 等国际游戏大厂，拥有自主研发游戏引擎 Quicksilver

资料来源：腾讯游戏官网，西部证券研发中心

腾讯的“赛马机制”在内部自研工作室上体现得淋漓尽致。例如在 MOBA 品类竞争中，天美工作室曾制作过《王者荣耀》的前身：《英雄战迹》，当时与光子工作室旗下的《全民超神》双雄争霸，最终改良后上线的《王者荣耀》获得胜利。而在“吃鸡”品类方面，当时腾讯内部甚至有 6 个产品在同时竞争，天美工作室已有《逆战》和与韩国 Smile Gate 共同研发的《穿越火线：枪战王者》，但光子选择还原《绝地求生》的核心企业，最终压天美一筹，其自研的《和平精英》稳坐国内第一吃鸡手游。

腾讯自研的核心不仅仅在“赛马机制”，也包括高度自治的组织结构，以及顺应目标用户喜好打造产品的理念：

- 与网易的“大中台”结构不同，腾讯所有游戏工作室群高度自治，各自建立自己的创新机制，选择进入的品类赛道，甚至每个工作室群都有自己的技术中台。各个工作室群研发的游戏品类可能会重叠，但公司层面会从技术经验、人才等方面引导合作共享。最终同一品类中哪个工作室上线的游戏能够获得成功，便能进一步获得公司层面的各项资源。
- 在拥有广泛的、多圈层社交用户的优势之下，腾讯游戏做了更多适应各类玩家的核心设计。在《王者荣耀》之前，同类型的《DOTA2》《英雄联盟》已经是非常流行的端游产品，但端游对玩家操作能力要求较高，单局游戏时间也较长，因此受众群体多为 30 岁以下的年轻玩家。在手游化过程中，天美工作室保留了游戏核心，例如强竞技性，但让游戏操作更简单、更易上手。这使得游戏的前景仍然深远，能够吸引较为硬

核的玩家，有利于电竞赛事的衍生；但普通玩家又能够满足自身的各类娱乐需求。

除了内生发展，从 2008 年开始腾讯不断战略投资海内外优秀的研发厂商，与海内外 CP 保持长期稳定的合作关系，通过外延继续打磨内容实力。**盘点 2008~2020 年 12 年间，腾讯发起了五次关键性的战投：**

2008 年至 2015 年间分三次通过战略投资的形式，最终控股了制作出《英雄联盟》的美国拳头工作室，进而赢得其在中国市场的代理运营权和实际控制权。这也为《王者荣耀》的诞生提供了最初的土壤。

2012 年 7 月，腾讯以 3.3 亿美元收购了 Epic Games 48.4% 的股份，该公司制作出了《战争机器》《堡垒之夜》等作品，且拥有“虚幻”系列游戏引擎这一核心 IP 资产。

2016 年控股了制作出《部落冲突》和《皇室战争》芬兰手游开发商 Supercell。

2017 年入股国内两家老牌游戏自研厂商：盛大与西山居。

2016 年~2018 年，先后对斗鱼（DOYU.N）、虎牙（HUYA.N）四度出手，拿下了电竞直播在中国市场的几乎全部市场份额。

表 12：腾讯战略投资的部分全球游戏研发商都具有较强的代表作

公司名称	腾讯持股比例/投资金额	公司代表作
拳头游戏	100%	《英雄联盟》
Epic Games	40%	《堡垒之夜》、虚幻引擎
蓝洞公司	11.50%	《绝地求生：大逃杀》
Roblox	1.5 亿美元	《Roblox》(用户游戏生成平台，“元宇宙”概念游戏)
育碧	5%	《刺客信条》系列、《看门狗》系列
动视暴雪	5%	《魔兽世界》、《使命召唤》系列
Grinding Gear Games	80%	《流放之路》
SeaLtd	26.63%	《Free Fire》
ActivisionBlizzard	5.00%	《魔兽争霸系列》《炉石传说》《守望先锋》等
NetMarble	17.55%	《天堂 2:重生》、《漫威:未来之战》
Ubisoft	5.00%	《雷曼》(Rayman)、《刺客信条》系列
金山	7.80%	《剑网三》《剑侠世界》《反恐行动》
猎豹移动	16.90%	《点点冲刺》、《钢琴块 2》、《深海水族馆》、《弓箭手大作战》
世纪华通	5.00%	《庆余年》、《小森生活》、《传奇天下》
Shunwang	2.60%	《火影疾风坛》《街机三国》
DreamSky	18.59%	《水果忍者》、《神庙逃亡》、《地铁跑酷》、《纪念碑谷》
Glu mobile	14.50%	《Gun Bros(枪火兄弟连)》、《Lil' Kingdom (小小王国)》
掌趣科技	2.00%	《全民奇迹》、《奇迹 MU: 觉醒》
Krafton	13.21%	《绝地求生》(PUBG)
乐游科技	100.00%	《星际战甲》
Supercell	84.30%	《部落冲突》
白金工作室	持股比例未知	《猎天使魔女》系列《神奇 101》《尼尔：机械纪元》
Yager	持股比例未知	《无畏战舰》
FrontierDevelopments	9.00%	《过山车之星》
Kakao	13.50%	《黑色沙漠》
ParadoxInteractive (P 社)	5.00%	《欧陆风云》系列《钢铁雄心》系列

Fatshark	36.00%	《战锤：末世鼠疫 2》
Funcom	29.00%	《流放者柯南》
Sharkmob	100.00%	尚未公布游戏

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

3.1.4 即将上线爆款潜质新游，布局细分品类，探索技术创新

腾讯已经是全球手游产业的龙头，未来随着游戏精品化趋势的加深，游戏玩家的品味和要求越来越高，同时对精品游戏付费的意愿和数额预计将继续增长。我们认为在游戏用户数量增长逐渐见顶的前提下，目前拥有大量游戏用户流量、且自研代理能力突出的头部厂商未来将继续保持优势地位，并获取尾部厂商的份额。

短期来看，2021 年暑期至下半年，腾讯将会上线较多有爆款潜质的手游，例如《英雄联盟手游》《DNF 手游》等，流水贡献的高峰应集中在下半年至明年。2020 年底至 2021 年 Q1，《英雄联盟手游》已在海外不同地区陆续上线，流水表现突出。《英雄联盟手游》具有端游 IP 的玩家积累，游戏类型属于大 DAU 类型，对标《王者荣耀》，后续流水具备较强上升潜力。《DNF》为横板动作过关游戏，预计上线首年流水有望达到 50-100 亿元。新游戏将持续为腾讯手游的增长贡献收入，减少对《王者荣耀》和《和平精英》的依赖程度。

长期来看，腾讯游戏目前的前进方向主要在：

1) 对增长空间较大的细分、创新品类进行布局。在女性向游戏方面，腾讯 2015 年独家代理了《奇迹暖暖》，接着于 2016 年代理了乙女向手游《偶像梦幻祭》，2019 年代理了百奥游戏的《食物语》。未来腾讯将在女性向游戏上投入更多资源，即将上线的游戏包括乙女向恋爱游戏《光与夜之恋》（极光工作室自研）、养成类游戏《璀璨星途》，以及极光计划下的独立游戏《拣爱》和《精灵之境》，以及国风 IP 游戏《延禧攻略之凤凰于飞》等。

2) 探索更加前沿和底层的游戏技术。腾讯的资金、人才和资源实力可以支撑其探索技术发展和未来游戏形态。例如 NEXt Studio 目前已经在实时数字虚拟人、建模、动作捕捉上都有了不少进展，而且正在积累角色动画和关卡制作的中台能力。该工作室先后推出了《死神来了》《幽林怪谈》《疑案追声》等面向 PC、主机等平台，玩法创新、美术风格多样的作品，并在尝试制作准 3A 游戏《重生边缘》。

3) 作为龙头带领游戏行业向更多领域拓展，促进行业空间增长：2021 年腾讯游戏年度发布会，展现了未来游戏可以应用在更多领域，满足更多除娱乐外的需求，例如：学习、科普、社会服务、中国传统文化宣传等等。同时腾讯将通过“极光计划”等帮助独立厂商发行精品游戏，共同促进整个游戏行业的进步。

表 13：2021 年腾讯游戏发布会展现了未来游戏的更多发展可能

腾讯游戏 2021 年度发布会产品			
分类	产品	备注	进度
社会服务	巴普洛夫很忙	大脑认知训练游戏	
	雁丘陵	古法工笔画游戏	
	小鹤科学馆	游戏化学习	
	健康保卫战	健康科普、塔防	
	罗布乐思	集休闲、竞技、创造于一体的沙盒	

	腾讯扣叮	游戏化编程学习 APP	
	手工星球	发布“长城保护计划”	今年 12 月上线
	TGC 腾讯数字文创节	开启“超级数字场景”共建计划	
高能热血	和平精英	联动《哥斯拉大战金刚》，开启“绿洲启元”	
	流放之路	4.0 资料片更新	开启预约
	重返帝国	天美研发，即时操作战略手游	
	重生边缘	NExT Studios 开发，轻科幻 PvPvE 战术射击	已开启预约
	全民大灌篮	3V3 篮球竞技	
	传奇天下	盛趣研发的传奇类手游	
	穿越火线	CF 端手游竞技升级，CFHD 六月全面开放	6 月全面开放
	真·三国无双 霸	光荣正版 IP，完美还原“无双”品类	暑期登场
	合金弹头：觉醒	SNK 授权、天美研发、横版射击	6 月精英测试
	英雄联盟手游	MOBA，原汁原味	
休闲解压	我们的星球	虚幻 4 引擎开发，太空探索沙盒	全平台预约
	牧场物语手游	IP 正版授权，虚拟经营，NExT Studios 开发	
	璀璨星途	娱乐圈经纪人造星手游	
	神角技巧	日式沙盒 RPG 手游	暑期不删档测试
	指尖领主	魔性三消策略手游，融合消除、养成、解谜	年内上线
	洛克王国手游	IP 原班人马打造，页游 IP	
	天天爱消除	发布“消除烦恼”计划，联动“蜡笔小新”IP	
	比特大爆炸	像素风、高自由度 roguelike 飞行射击	6 月 10 日启动公测
	光与夜之恋	北极光研发，游戏神秘角色亮相	
	俄罗斯方块环游记	正版 IP，增设数百个关卡	2021 年暑假
	艾兰岛手游	波西米亚研发，3D 盲盒	
	无序次元	极光计划，像素风格 roguelike	即将上线
	精灵之镜	极光计划，治愈系庭箱装扮手游	
	修普诺斯	极光计划，赛博朋克题材探索解谜	
	谍：惊蛰	极光计划，谍战题材文字剧情类游戏	
	拣爱	极光计划，以日式 AVG 选择玩法为核心	
次元穿梭	Project:Fighter	魔方工作室研发，虚幻四，横版动作手游	
	玄中记	东方玄幻 MMORPG 手游	5.16 预约正式开启
	我叫 MT5	卓越游戏研发，开放“开荒者共创计划”	
	一拳超人正义执行	集英社方正版授权，3D 动作手游	预约开启
	数码宝贝：新世纪	正版 IP，卡牌 RPG，历时 3 年打造	开放全平台预约
	西行记 燃魂	动漫《西行记》正版授权，3D 动作，快手研发	暑期首测
	火影忍者手游	五周年，宇智波斑“秽土转生”携双奥义登场	
	庆余年手游	全新的 IP 隐藏剧情	9 月
	妄想山海	全新版本即将上线	暑期
文创新生	王者荣耀	发布“IP 共创计划”	
	乱世王者	五大游戏内容更新	
	天涯明月刀手游	发布 2021 年数字文创计划	
	腾讯棋牌	欢乐斗地主与欢乐麻将	
	QQ 飞车	2021 年版本新计划与新合作	
	QQ 炫舞	公布“东方星世界计划”	

大航海时代：海上霸主	光荣正版授权，以《大航海时代4》为基础	全平台预约已开启
荣耀新三国	三国社交对抗策略手游	
延禧攻略之凤凰于飞	电视剧正版IP授权，古风养成手游	
新信长之野望	光荣正版授权，策略模拟手游	即将开启预约
新天龙八部手游	畅游原班人马打造，次世代引擎PBR美术	开启预约
风起三国	3D卡牌，主打武将羁绊策略	5月28日开启测试
技术探索		
START云游戏	《胡闹厨房》亮相，现已支持多款单主机大作	
极光：技术升级	《天涯明月刀》实现影视级的材质光照模型等	
腾讯先游	跨越多端互通畅玩，发布超级手柄	
CODE:HUA	光子工作室，以虚幻4为载体，进行多项技术升级	
数字宇航员	与新华社联合打造，对中国航天进行新闻报道	

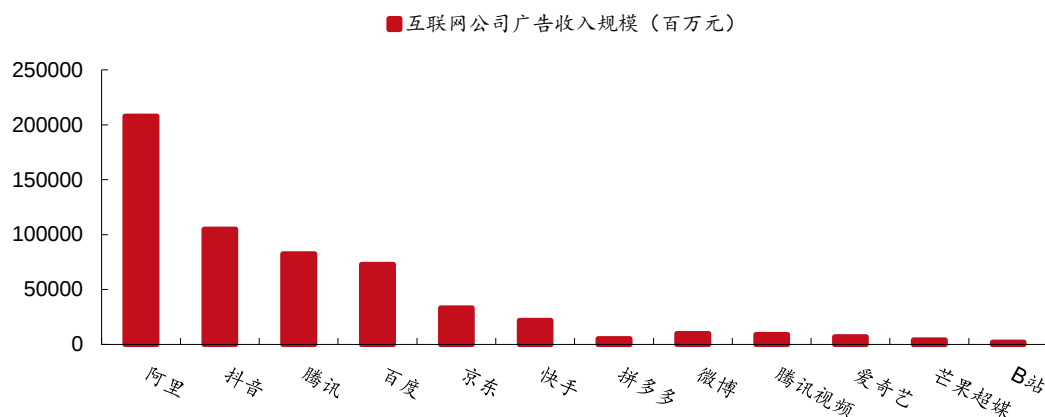
资料来源：2021年腾讯游戏年度发布会，“手游那些事”公众号，西部证券研发中心

3.2 腾讯广告：海量用户，产品丰富，增长空间犹大

3.2.1 中国第三大互联网广告公司

从广告收入规模来说，腾讯是中国第三大互联网广告公司，仅次于阿里和抖音。2020年腾讯广告业务营收822.7亿元，同比增长20%，占腾讯总营收比例17.1%。腾讯广告近五年占公司总营收比例稳定在17%-18%左右。

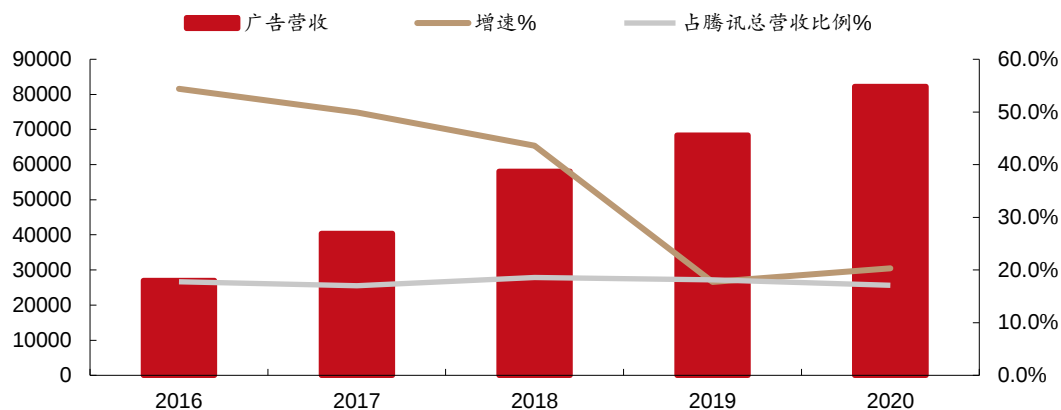
图 84：腾讯是中国第三大互联网广告公司



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：阿里、京东、拼多多不包括佣金收入

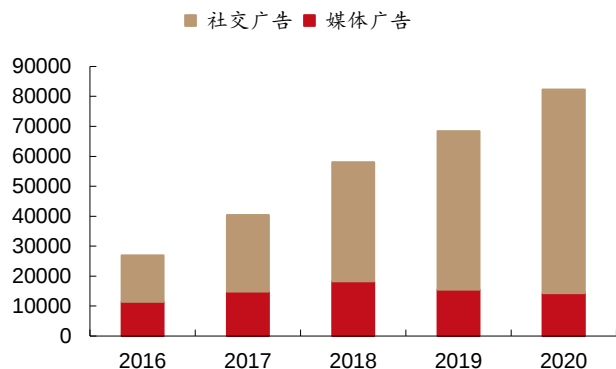
图 85：腾讯广告业务营收（百万元）、增速和占收比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

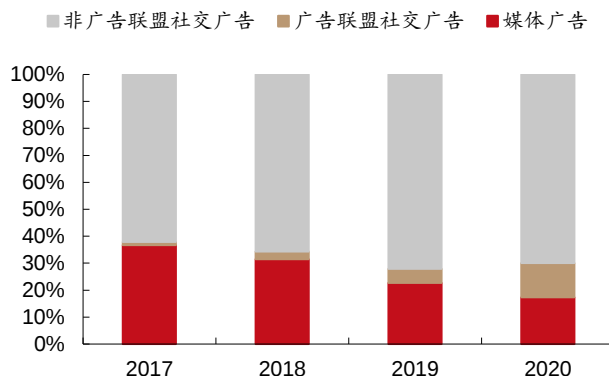
腾讯网络广告划分为媒体广告、社交及其他广告，从占比来看，社交广告占大头，社交广告又以非广告联盟的社交广告为主。媒体广告的广告主以品牌广告为主，不过分追求投放ROI，着眼于长远的品牌建设，主要用于建立用户心智。品牌广告主受宏观经济影响较大。而社交广告的广告主则主要追求转化效果，重视投放ROI，只要投放ROI符合要求会继续投放，受宏观经济影响相对较小。

图 86：腾讯广告业务拆解（百万元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 87：腾讯广告业务比例%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

3.2.2 架构调整后整合资源，提高效率

为了适应广告市场的发展，腾讯广告业务也经历了多轮进化：

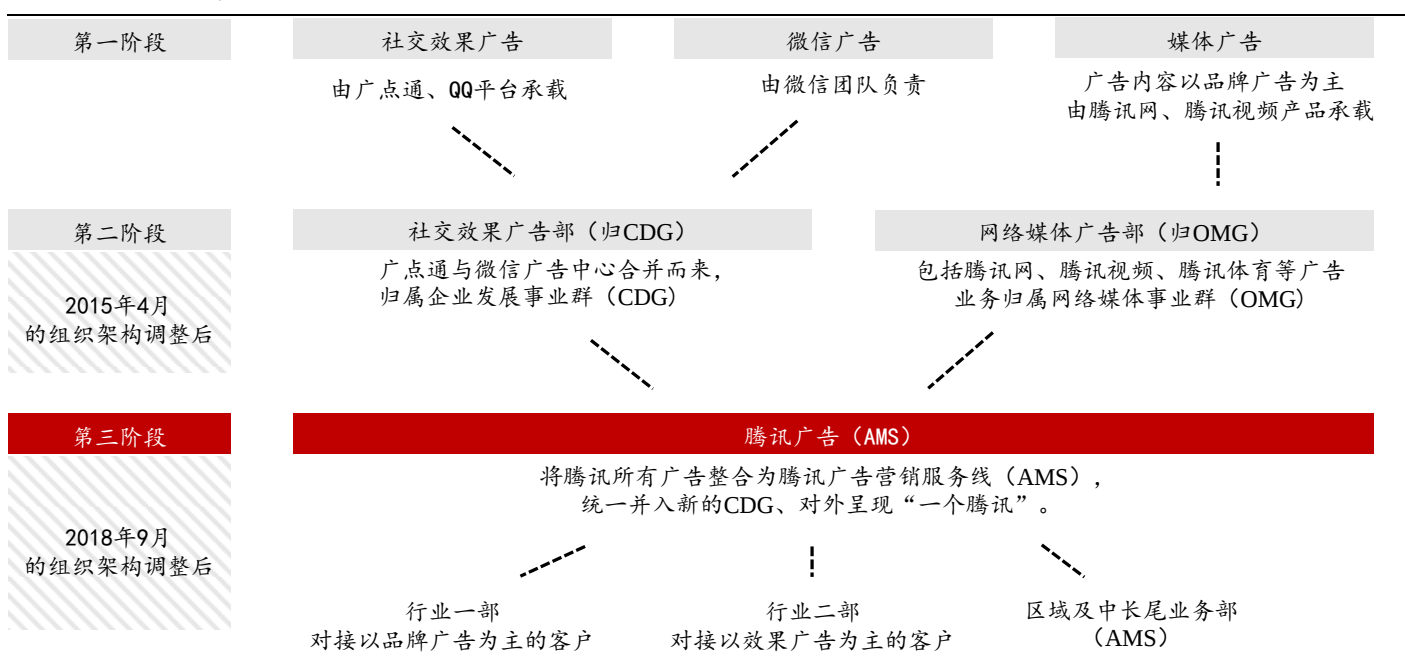
- 2011年，推出“广点通”，广告主可以在腾讯旗下的社交产品内投放广告，涵盖QQ空间、QQ客户端、手机QQ空间等平台。
- 2014年，微信公众号底部广告位上线。
- 2015年，成立社交与效果广告部（SPA），由原属于微信事业群（WXG）的微信广告中心和原属于社交网络事业群（SNG）的广点通整合而成。

- 2018年，将OMG（网络媒体事业群）的广告部门并入CDG的社交与效果广告平台部，成立广告营销服务线（AMS），将所有广告资源进行整合。

2018年架构调整之前，腾讯广告业务分散在各个部门之间。例如腾讯网络媒体事业群（原OMG）负责腾讯视频、腾讯网、腾讯新闻等节目资源的广告售卖，腾讯企业发展事业群（CDG）负责QQ空间、QQ浏览器和微信朋友圈等广告资源。两个团队名义上是配合关系，但实际存在竞争，一个广告主投放通常需要对接多个腾讯广告团队。

架构调整之后，上述两个部门整合成腾讯广告营销服务线（AMS），践行“One Tencent”的理念，打通平台数据，用统一的ID追踪用户行为，为广告主提供更精准的用户画像。AMS可以理解为腾讯的广告中台，从此前以产品思维来划分广告业务变成以客户思维来引导广告投放。

图 88：腾讯广告业务架构变迁



资料来源：第一财经，西部证券研发中心

2020年之前腾讯广告业务的整合聚焦在底层逻辑的整合，在客户可见的投放端依然保持腾讯广告和微信广告两个投放端并行的状态。2020年开始，腾讯广告决定通过构建API中台，重新构建投放体系，并以此对齐多端的能力整合。2021年7月2日，腾讯广告全新的投放管理平台采用ad.qq.com域名正式升级上线，同一个客户用一个账户、从一个入口登录，用一套操作界面和API，查看同一个报表，就可以一站式触达腾讯系的所有流量，完成同一个市场目标的营销工作。

表 14：2021 年腾讯上线的全新投放管理平台可以一站式触达腾讯系所有流量

	腾讯广告	微信广告	ADQ 投放端（新）
入口	e.qq.com	mp.weixin.qq.com	ad.qq.com
登陆	QQ 号	微信号	QQ、微信号
账号	一个账户一个账号	一个账户一个账号	一个账户多个账号
资源	QQ、腾讯视频、腾讯新闻、看	朋友圈、公众号	腾讯所有资源

	点等		
定向	分别		统一
多创意	支持	不支持	支持
API	不对齐		对齐
落地页	无要求	公众号	无要求

资料来源：微信公众号计算广告，西部证券研发中心

ADQ 投放端给客户带来了效率提升，得益于投放能力的多项整合，新广告的学习期由 3 天缩短到小时级别，广告起量成功率提升 10%，广告的起量速度也更快。某电商客户表示，“优化师如今无需在多个投放后台学习相关投放逻辑，运营人员提效了 30%以上”。某游戏客户在腾讯广告上的用户点击激活率相较以往提升 35%，而从激活到付费的环节则增长了 11.5%。

3.2.3 海量用户，矩阵丰富，技术先进

腾讯社交广告产品包括 QQ 广告、微信广告、腾讯看点广告、QQ 浏览器广告、应用宝广告和腾讯优量广告。广告形态包括闪屏广告、卡片广告、图文信息流广告、视频信息流广告、公众号广告、视频贴片广告和小程序广告等。

QQ 覆盖用户 8 亿+，15-30 岁年龄段占 70%，城市深度触达 90%。微信和 WeChat 合并月活用户 12 亿，微信朋友圈日活用户 7.5 亿+，微信小程序日活用户 3 亿+，微信公众平台小程序数量 100 万+，微信公众平台优质公众号 2000 万+。腾讯广告联盟中，移动端月活用户 5 亿，每日广告曝光量 50 亿+，优质 APP 数量 10 万+，Hero App 占比 75%。

图 89：腾讯社交广告产品、平台及覆盖用户

广告类型	产品名称	覆盖用户	流量平台	图标
社交广告	QQ	覆盖用户8亿+ 15-30岁年龄段占70% 城市深度触达90%	QQ（QQ运动/表情/打卡/视频挂件、坦白说、AR） QQ空间（个性/会员赞、DIY闪屏） QQ family（线下体验、品牌促销授权活动）	 QQ  QQ空间
社交广告	微信	微信和WeChat合并月活用户11.5亿 微信朋友圈日活用户7.5亿+ 微信小程序日活用户3亿+ 微信公众平台小程序数量100万+ 微信公众平台优质公众号2000万+	朋友圈广告 公众号广告 小程序广告	 Moments  Official Accounts  Mini Programs
社交广告	QQ浏览器、应用宝		QQ浏览器、应用宝	 QQ Browser  App Store
社交广告-网络联盟	腾讯优量	移动端月活用户5亿 每日广告曝光量50亿+ 优质APP数量10万+ Hero App占比75%	汇集超过1万个App	 Mobile Ad Network

资料来源：腾讯广告手册，西部证券研发中心，截至 2019 年

腾讯媒体广告包括腾讯视频广告、腾讯新闻广告和腾讯音乐广告。广告形态包括闪屏广告、信息流广告、贴片广告、视频暂停广告、和焦点图广告等。

腾讯视频平台覆盖 2 亿+，日均使用时长 100 分钟+，用户互动行为 70%+，中青年人群

70%+。腾讯新闻平台覆盖月活用户 2.5 亿，人均单日使用时长 48 分钟，19-35 岁年龄段占比 70%，一二线城市用户占比 56.8%。腾讯看点整体日活用户 1.85 亿，每天内容消费量 82 亿，各年龄段用户全覆盖，各线城市全覆盖。腾讯音乐平台活跃用户 8 亿+，日均使用时长 70 分钟+。

因此我们认为，和竞争对手比，腾讯广告的用户数量大，用户使用时长领先，生活场景覆盖面更全。因此腾讯所拥有的用户社交数据更加真实，维度更加丰富，可以跨屏，并且更加精准。

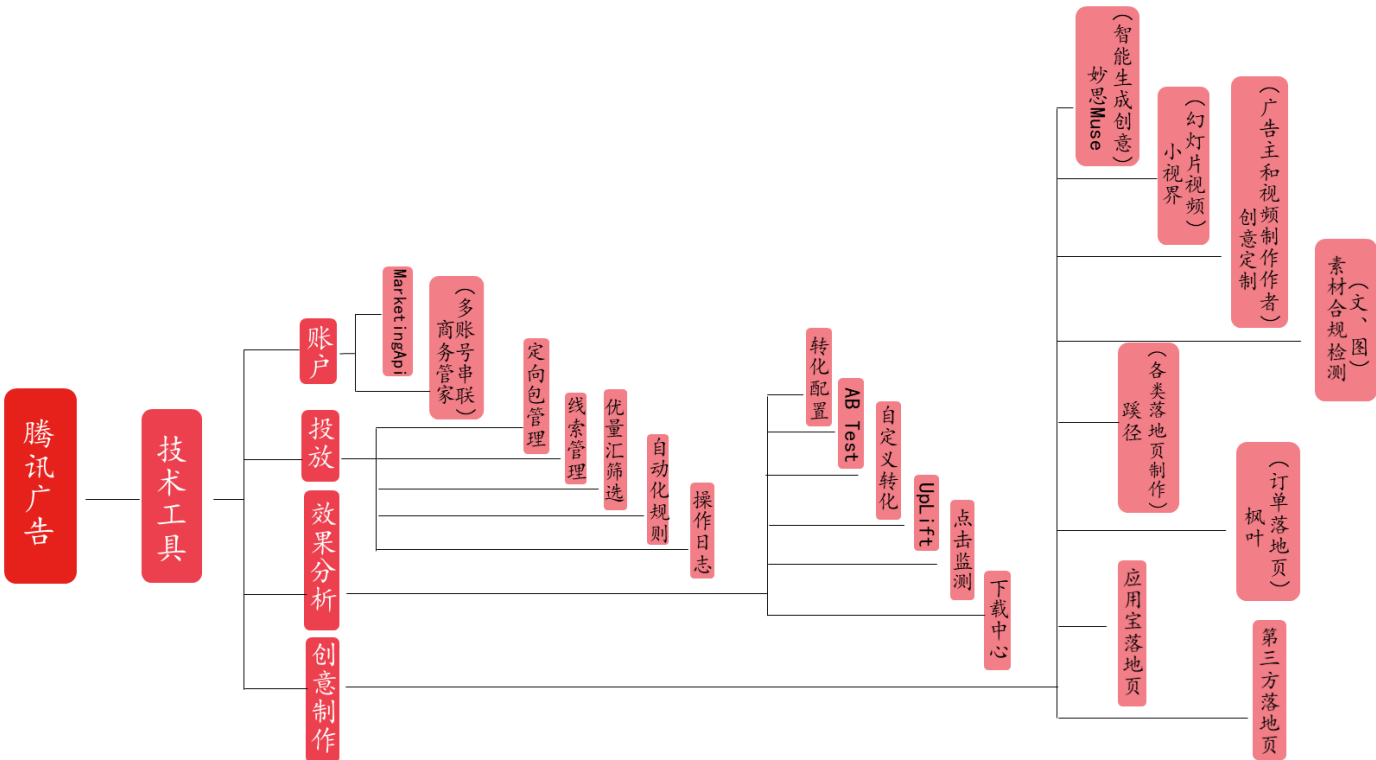
图 90：腾讯媒体广告产品、平台及覆盖用户

广告类型	产品名称	覆盖用户	流量平台	图标
媒体广告	腾讯视频	平台覆盖2亿+ 日均使用时长100分钟+ 用户互动行为70%+ 中青年人群70%+	腾讯视频平台	 Video Portal Video App
媒体广告	腾讯新闻	端内月活用户2.5亿 人均单日使用时长48分钟 19-35岁年龄段占比70% 一二线城市用户占比56.8%	腾讯新闻平台	 QQ.Com Tencent News App
媒体广告	腾讯看点	整体日活用户1.85亿 每天内容消费量82亿 各年龄段用户全覆盖 各线城市全覆盖	QQ看点 腾讯看点小程序 QQ浏览器·看点 看点快报 看点视频 看点直播	 KanDian
媒体广告	腾讯音乐	活跃用户8亿+ 日均使用时长70分钟+	QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民K歌	 QQ Music App

资料来源：腾讯广告手册，西部证券研发中心

腾讯广告除了产品矩阵丰富之外，技术工具也多样化，从创意到投放，再到投放后的跟踪分析，均提供各种工具，满足广告主的需求。

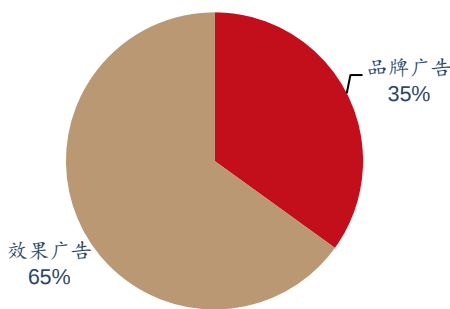
图 91：腾讯广告技术工具非常多样化



资料来源：腾讯广告产品手册，西部证券研发中心

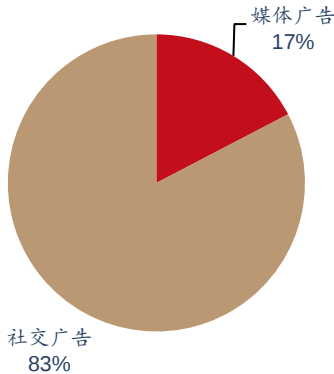
2020 年，腾讯媒体广告收入 142.8 亿元，同比下滑 7.9%，占广告收入比例为 17%；社交广告营收 680 亿元，同比增长 28.6%，占广告收入比例为 83%。

图 92：2017 年腾讯广告营收拆分



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

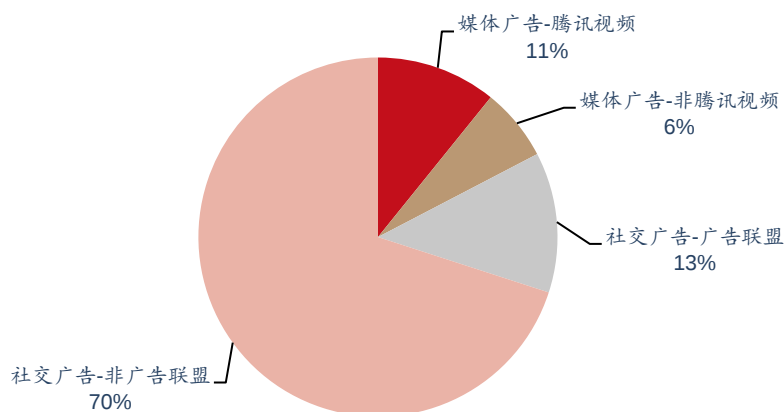
图 93：2020 年腾讯广告营收拆分



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

媒体广告中腾讯视频广告为主，预计占广告收入比例为 11%左右；社交广告中，以非广告联盟的社交广告为主，预计占广告收入比例为 70%左右。

图 94：2020 年腾讯广告营收详细拆分

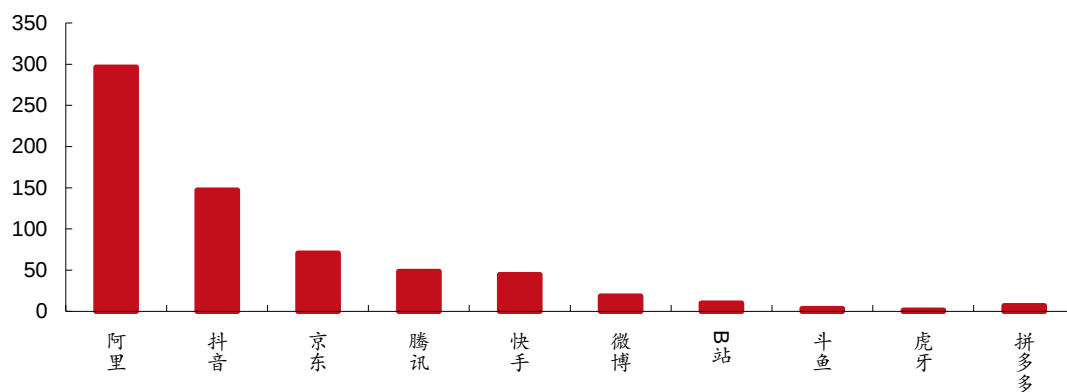


资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

3.2.4 腾讯广告的增长空间犹大

因为考虑到用户体验，微信的广告变现一直比较克制，从单用户广告变现效率来说，腾讯和阿里、抖音等比还有较大的差距，有成长空间。2020 年阿里单用户广告营收 300 元，抖音 147 元，京东 71 元，而非网盟的腾讯社交广告只有 49 元。

图 95：2020 年各互联网公司的单用户广告营收（元）

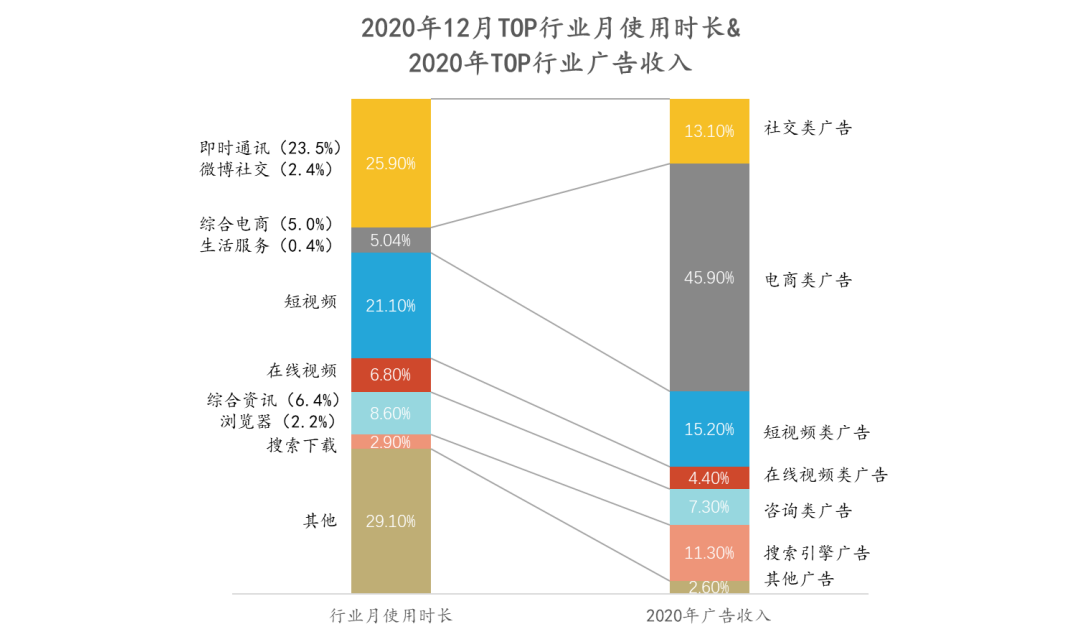


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：阿里、京东、拼多多用户指年度活跃用户，其他指 MAU；腾讯广告营收用非网盟的社交广告营收，用户是微信 MAU

从用户使用时长占比和广告收入规模占比角度看，腾讯用户广告变现偏低。

图 96: 微信所在的即时通讯行业使用时长最高但广告的收入占比较小



资料来源: QM, 西部证券研发中心

腾讯广告收入未来的增长点，一是朋友圈广告，二是视频号。

2015 年朋友圈内测开放第一条广告，2020 年朋友圈在一线城市开放第四条广告。广告主通过朋友圈广告将流量导入自己的小程序提高销售转化率的效果极其良好，因此朋友圈广告一直保持比较高速的增长。

表 15: 微信朋友圈广告开放时间表

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

资料来源: 36 氪, 西部证券研发中心

我们测算朋友圈广告仍有较大的增长空间。2020 年朋友圈日活 7.8 亿，朋友圈人均单日浏览动态条数在 80 条左右，广告实际平均加载个数为 2.5 个/天/人。我们测算 2020 年朋友圈广告规模在 400 亿元，CPM 在 56 元。假设 2025 年朋友圈广告的最大加载个数能达到 8 个/天/人，CPM60 元，广告实际平均加载个数达到 4.0 个/天/人，则朋友圈广告规模能达到 701 亿元，年化 12% 的增速。

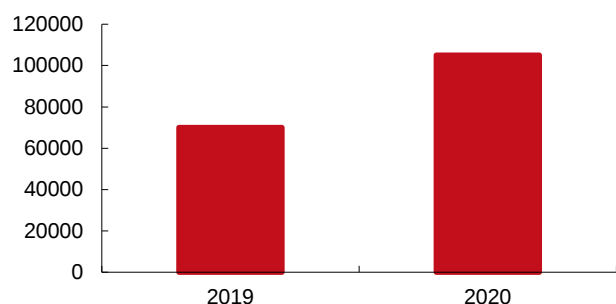
表 16：朋友圈广告阶段性空间测算

	2020	2025	年化增速%
人均单日浏览动态条数	80	80	
最大加载个数/天/人	4	8	15%
实际平均加载个数/天/人	2.5	4.0	
加载率%	3%	5%	
加载个数/年/人	913	1460	10%
朋友圈日活（百万）	780	800	1%
微信日活（百万）	1090	1150	1%
朋友圈渗透率%	72%	70%	
展示量（年，十亿）	712	1,168	10%
朋友圈广告营收（百万）	40,000	70,080	12%
CPM（元/千次）	56.20	60.00	1%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

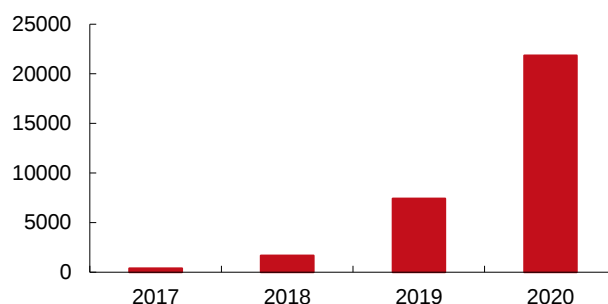
另一个广告的增长点是视频号。参考抖音和快手，2020年抖音广告收入1050亿元，快手广告收入219亿元，同比增长195%，预计2021年快手广告收入将超过400亿元，我们认为视频号未来在广告变现方面也有较大的空间。

图 97：抖音广告收入规模（百万元）



资料来源：36Kr，西部证券研发中心

图 98：快手广告收入规模（百万元）

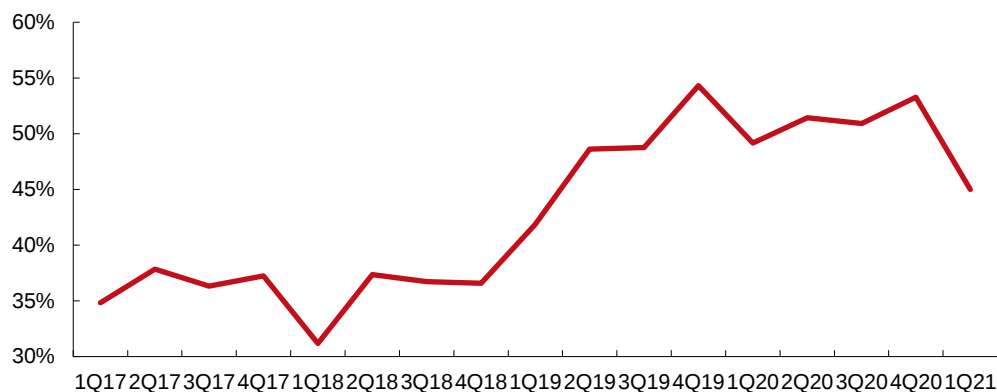


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

另外，我们认为腾讯广告的利润率也有提升的空间。随着AMS的整合持续进行，会进一步打通内部的广告资源、代理渠道等，从而提高广告经营效率和广告毛利率。

朋友圈广告价格更高，毛利率水平也高。随着朋友圈广告的快速增长以及占比的不断提高，腾讯广告业务的毛利率也不断提高。21Q1腾讯广告业务毛利润45.1%，同比有所下滑，主要受移动广告联盟的流量获取成本增加，以及内容播出增加导致的视频广告内容成本增加所推动。但长期来看，广告毛利润率处于上升通道中。如果将微博作为社交广告毛利率的对标产品，相比微博的毛利率水平（80%左右），腾讯广告还有足够的增长空间。

图 99：腾讯广告业务毛利率



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

3.3 腾讯金融科技和企业服务：未来将成公司发展重要引擎之一

3.3.1 腾讯云技术布局逐步完善，未来发力点在SaaS

腾讯早在 2005 年左右即在 QQ 空间、QQ 相册等内部产品上使用云技术，积累了丰富的经验；2010 年腾讯云转向开放平台上的合作伙伴开放；2011 年-2013 年先后部署了云存储、云分析、云拨测等技术；2015 年启动“云+计划”，以云作为底层技术布局，打造腾讯内部生态圈；2018 年新成立云与智慧产业事业群（CSIG），将云计算的发展提到更高的战略层面；2019 年腾讯实现全网服务器总量超过 100 万台、带宽峰值突破 100T，是中国首家实现以上目标的公司；2020 年疫情期间，腾讯会议、政务平台等基于云服务的产品表现突出，腾讯云布局更多 5G 和工业互联网技术。目前腾讯已有 300 多款原生产品共同筑建完善的云产品体系。

图 100：目前腾讯云已有 300+款产品共同筑建完善的云产品体系

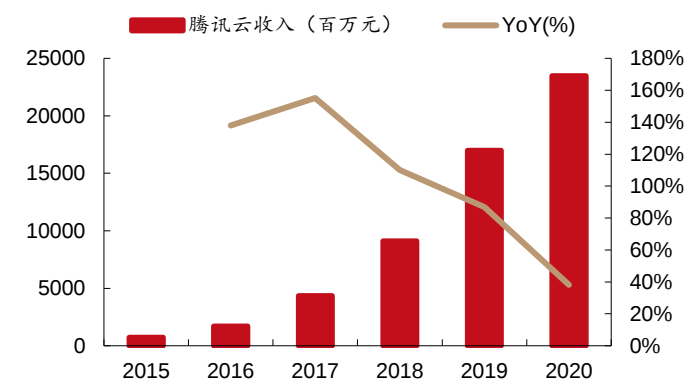


资料来源：腾讯云官网，西部证券研发中心

2020 年腾讯金融科技及企业服务（包括腾讯云）收入达到 1281 亿元，同比增长 26%；我们预计该块业务收入中约有 18%-20%来自腾讯云，约为 235 亿元，同比增长 38%。与之对比的是，阿里云 2021 财年（截至 2021 年 3 月 21 日）总收入 601.2 亿元，同比增长

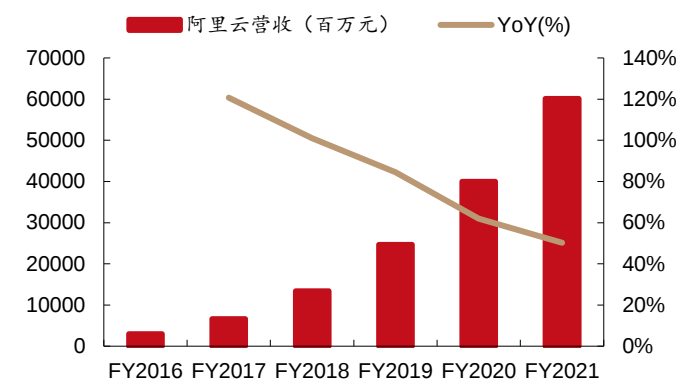
50%。

图 101: 2020 年腾讯云业务收入同比增速 38%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

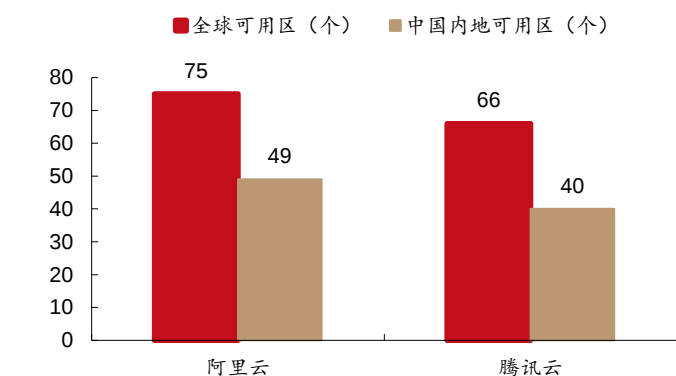
图 102: 2021 财年阿里云营业收入同比增长 50%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

在 IaaS 和 PaaS 基础设施领域，腾讯云已经占据了全国 TOP3 的位置，当前的可用区和网络节点数量已经基本赶上了阿里云的水平：阿里云全球可用区达到 75 个，在全球也拥有超过 2800 个 CDN 节点，其中中国内地节点（不包括港澳台地区）2300 余个。2021 年腾讯云全球可用区达到 66 个，其中中国境内 40 个；全球 CDN（内容分发网络）节点超过 2800 个，其中国内节点（包括港澳台地区）2000 余个，海外节点数量超过阿里云。

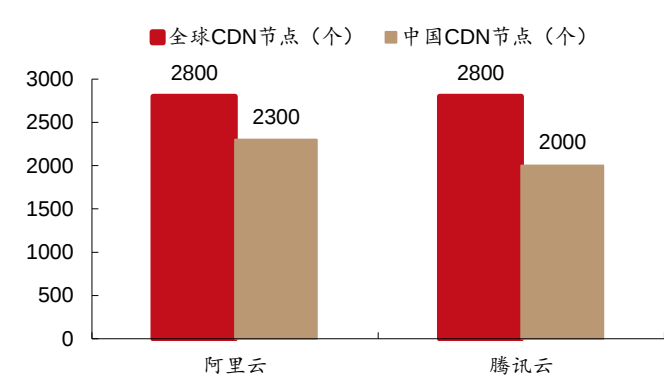
图 103: 2021 年腾讯云全球可用区数量达到 66 个



资料来源：阿里云官网，腾讯云官网，西部证券研发中心

注：中国内地不包括港澳台地区

图 104: 2021 年腾讯云全球 CDN 节点数量和阿里云相当



资料来源：阿里云官网，腾讯云官网，西部证券研发中心

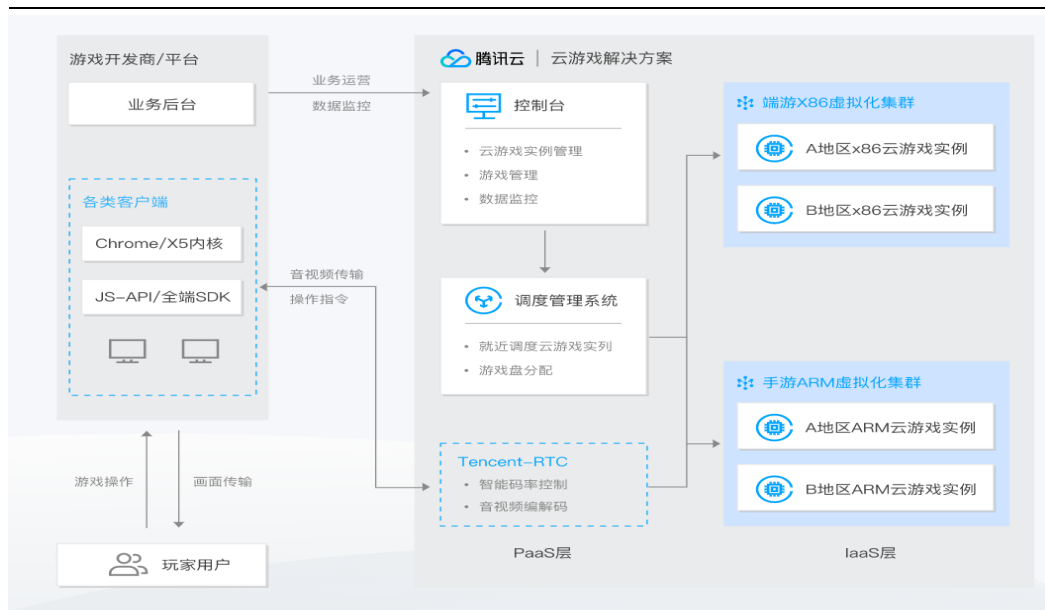
注：阿里云中国节点不包括港澳台地区，腾讯云中国节点包括港澳台地区

正如上文我们讨论的，IaaS 和 PaaS 领域由于重资产和规模效应的特性，进入第一梯队的企业始终能够保持较高的市占率。而由于腾讯长期在游戏、社交平台、支付等领域的用户流量和产品积累，腾讯云计算目前在消费互联网和金融领域具备较大优势。

1) 消费互联网领域：腾讯有绝对优势，国内超一半的游戏公司是腾讯云的客。基于腾讯本身的业务属性，腾讯云对于直播、游戏、社交行业有更多的生态支持和更好的集成性。根据 IDC 报告，腾讯云在视频云流量、游戏类公有云服务、社交资讯类公有云服务、交通出行类公有云服务等领域的市场占有率第一。尤其在云游戏领域，腾讯云基于自身研发游戏的经验和技，已经能够为游戏开发者提供一站式的云游戏 PaaS

解决方案，由于在游戏行业的龙头地位，阿里云、华为云等进入这一领域壁垒较高。

图 105：腾讯云已能够为开发者提供一站式云游戏 PaaS 解决方案



资料来源：腾讯云官网，西部证券研发中心

- 2) 金融领域：腾讯云相对擅长的领域。根据 IDC 发布的《中国金融云市场 2020H2 跟踪报告》，2020 年下半年，中国金融云市场规模达到 27.3 亿美元，同比增长 39.5%。阿里巴巴、腾讯、华为市场份额分别为 23.6%、16.7%、14.1%。
- 3) 政务云：腾讯云 PaaS 能力已经支撑大量的产业互联网项目。近几年，腾讯已经支持了多个国家级、省级的大型政务服务平台的建设，其中国家政务服务小程序突破 1 亿实名用户，2020 年抗疫“健康码”支持全国 370 亿次访问，广东省“粤省事”小程序突破 7000 万实名用户。

未来腾讯云的发展潜力将主要集中在 SaaS 领域，同时腾讯云也将作为腾讯在底层技术上的重要战略布局，成为整体发展的引擎之一。

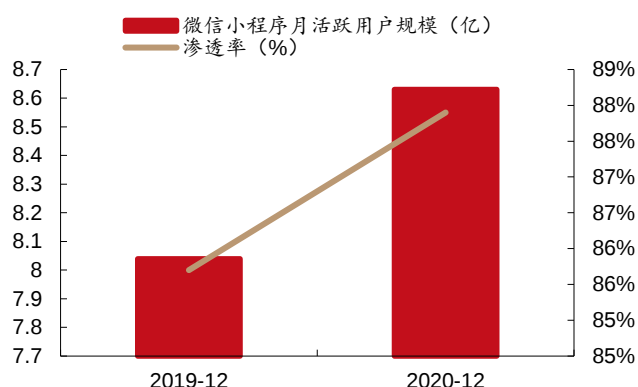
- 1) 企业微信和腾讯会议是腾讯 SaaS 布局中最为成熟的两大产品。

根据腾讯公布的数据，截至 2020 年底，企业微信上真实企业与组织数达到了 550 万，月活跃用户数已达到 1.3 亿，较年初增长 1 倍；企业通过企业微信服务的微信用户数达 4 亿。腾讯会议 2019 年 12 月上线，诞生 2 个月日活跃用户超过 1000 万，发布 245 天用户数突破 1 亿。目前腾讯会议的商业化正在推进，推出了包月购买的商业版和包年购买的企业版，未来将逐步贡献业绩，预期成为腾讯云估值提升的重要驱动力。

- 2) 微信小程序已成为中小企业数字化工具，SaaS 系统需求旺盛

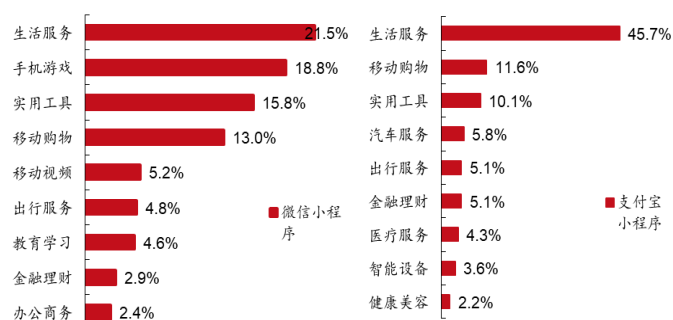
根据 QuestMobile 数据，2020 年 12 月微信小程序月活跃用户规模已经达到 8.63 亿，在微信月活用户中的渗透率达到 88%。相比支付宝小程序，微信小程序的行业分类占比更加均衡，尤其是移动购物领域 MAU 大于 100 万的小程序个数占比达到 13%，表明越来越多的商家入驻微信小程序，运营私域客户社群。小程序扩大了 SaaS 系统在中长尾企业中的需求，而腾讯云则为小程序的开发提供完整的云端支持服务。

图 106：2020 年 12 月微信小程序月活用户达到 8.63 亿



资料来源：QM 报告，西部证券研发中心

图 107：微信小程序行业分类更加均衡



资料来源：QM 报告，西部证券研发中心

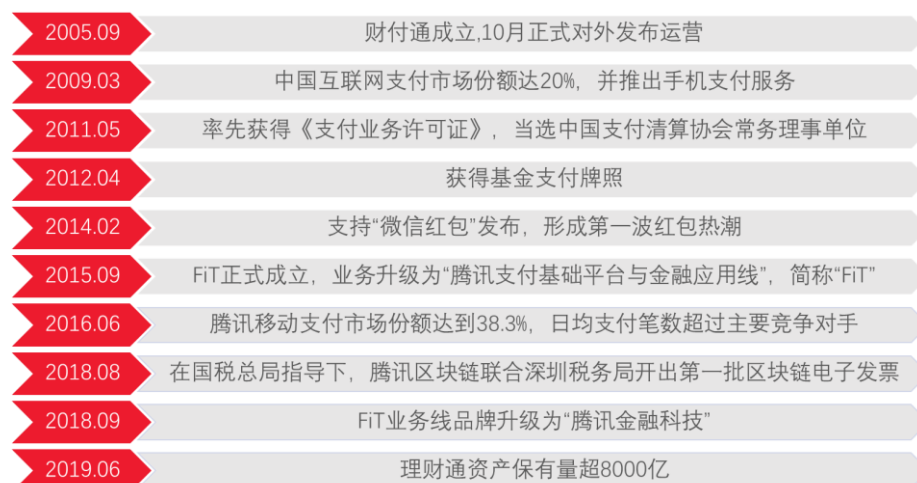
注：行业分类占比=各行业 MAU 大于 100 万小程序个数/全部 MAU 大于 100 万小程序个数

除了内部研发以外，腾讯还帮助外部 SaaS 厂商发展，共同构建良好生态。2021 年 4 月 26 日，腾讯 SaaS “千帆计划 2.0” 正式发布，具体内容包括“一云一端三大项目”。其中，“一云”代表腾讯云为 SaaS 企业提供的基础设施和底层技术支持；“一端”代表企业微信为 SaaS 企业提供 C2B 的连接场景；“三大项目”则代表 SaaS 加速器、SaaS 臻选和 SaaS 技术联盟，分别提供资本、技术和销售支持。

3.3.2 支付业务弯道超车，金融衍生服务稳健追赶

以支付为入口，布局金融全领域。腾讯金融科技业务前身为财付通，成立于 2005 年，在 2013 年 8 月推出微信支付功能；2014 年春节“新年红包”小试牛刀后，2015 年微信红包与春晚合作“摇一摇”抢红包，据人民网报道，当晚红包收发总量达 10.1 亿次，是 2014 年的 200 倍，微信摇一摇总量达 110 亿次，微信红包带动微信支付业务迎来大爆发。到 2016 年 6 月，腾讯移动支付市场份额达到 38.3%，日均支付笔数超过支付宝。以微信支付为切入点后，腾讯在银行、理财、保险、基金、小贷和征信等领域均积极投资拓展，目前已基本拿下了金融领域主要牌照。

图 108：腾讯金融科技发展历程



资料来源：腾讯金融科技官网，西部证券研发中心

公司金融科技业务主要包括支付、理财（理财通）和小额贷款（微粒贷）等。

图 109：腾讯金融科技业务结构



资料来源：腾讯金融科技官网，西部证券研发中心

1) 微信支付通过引流，实现用户变现闭环。

支付业务收入来源于交易手续费和备付金利息收入，分支付类型看，a) 社交支付手续费率较低，除提现外（超出 1000 元提现额度后按 0.1%收取服务费），其余场景交易手续费率为零；b) 收益来源主要是商业支付，其中线上直连模式下大部分场景交易手续费率为 0.6%，线下通过代理商或服务商结算模式下，交易手续费可降至 0.2%。

微信支付将微信好友、朋友圈、公众号、小程序、微信群等巨大流量池，通过扫描付款二维码等支付模式，导入理财、购物、出行、吃喝玩乐等各种场景，实现用户变现闭环：微信支付在为商户搭建收款功能的同时，赋予商户营销、客户、资金管理等商家服务，与此同时微信庞大的用户流量池吸引商户的入驻，商户的入驻也满足用户支付需求。

表 17：支付宝和微信支付费用率对比

	支付宝	微信支付
商家支付业务服务费率	线上第三方支付：0.6%-1.2% 线下支付：当面付款费率 0.60%，收钱码借记渠道免费，贷记渠道 0.8%	网上购物：0.60% 餐饮、线下零售、休闲娱乐、居民生活、商业服务、网上服务平台等：0.60% 网络媒体、计算机服务、游戏：1.00% 教育、医疗、生活缴费、金融：0.00%-0.60%
		转账到其他微信账户：免费
个人业务手续费率	转账到支付宝账户：App 端免费转账、提现到银行卡：同一身份证下的转账、提现到银行卡：同一身份证下的所有微信账户所有支付宝实名账户终身共享 2 万元免费额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元	转账到支付宝账户：App 端免费转账、提现到银行卡：同一身份证下的转账、提现到银行卡：同一身份证下的所有微信账户所有支付宝实名账户终身共享 2 万元免费额度；超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元
	信用卡还款：App 端每人每月有 2000 元	0.1%服务费，单笔最低收取 0.1 元；民生银行费率为 0.15%，每笔最少 0.15 元（自 2020 年 8 月 31 日起，提现到民生银行卡的服务费将由 0.15%调整为 0.1%）
	免费还款额度：超出的金额，费率均为 0.1%，最低 0.1 元	信用卡还款：费率 0.1%，最低 0.1 元

资料来源：支付宝官网，微信支付官网，西部证券研发中心

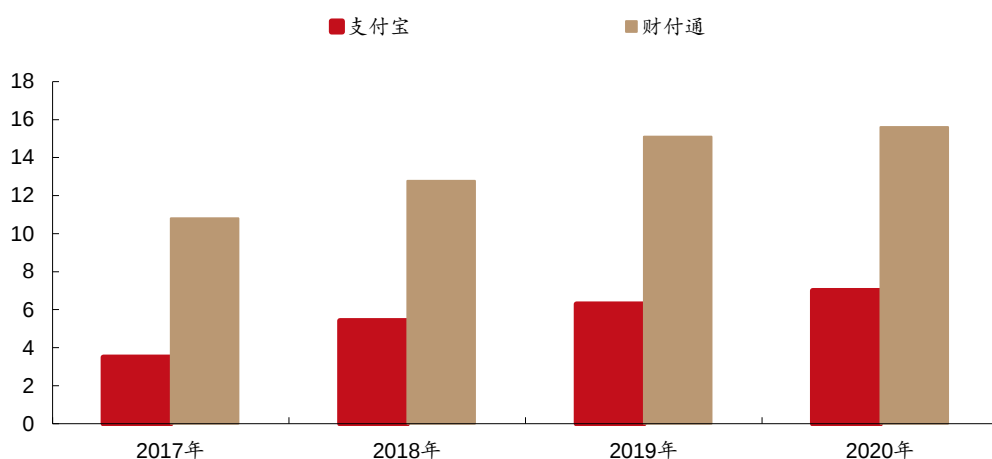
凭借强大的用户流量与社交支付需求，目前微信日均交易笔数约为支付宝的两倍。对比微信支付与支付宝的使用场景，微信在社交红包转账上便利性更强，除了单人之间实时转账外，微信支付还可以实现群收款、群红包等功能。在强大的社交支付需求助力下，2020年微信支付日均交易笔数高达15.60亿笔，约为支付宝（7亿笔）的2.2倍，同时保持着逐年增长的态势，17-20年CAGR+13%。据前瞻产业研究院统计，2020年第三方移动支付市场规模约242.7万亿元，以微信支付40%和支付宝55%的市占率计算，则微信支付和支付宝年交易总金额分别为87和133万亿元，对应日均单笔金额为170和522元，微信支付小额高频性更加显著，聚沙成塔，交易规模不断追赶支付宝。

表 18：2020 年微信支付 VS 支付宝

	微信支付	支付宝
支付方式	红包、转账、群收款、群红包、扫码等	转账、红包、扫码
支付使用场景	社交红包转账、小程序商户、 线下商户、本地生活等	淘宝等电商、线下商户、本地生活等
年交易总金额（万亿元）	97.08	133.49
日均交易笔数（亿笔）	15.60	7.00
日均单笔金额	170.50	522.45

资料来源：移动支付网，前瞻产业研究院，西部证券研发中心

图 110 支付宝和微信支付日均交易笔数（亿笔）



资料来源：移动支付网，西部证券研发中心

2) 理财和小额贷款业务满足用户多样化金融需求，实则为利润中心。

A、理财通：

理财业务的载体为“理财通”，现有货币基金、指数基金、保险理财、定期理财等多样化理财产品可供投资者选择。据公司财报披露，截至2019年微信理财通资金保有量超过9000亿元，用户数量突破2亿人。理财通主要通过销售基金产品获得手续费收

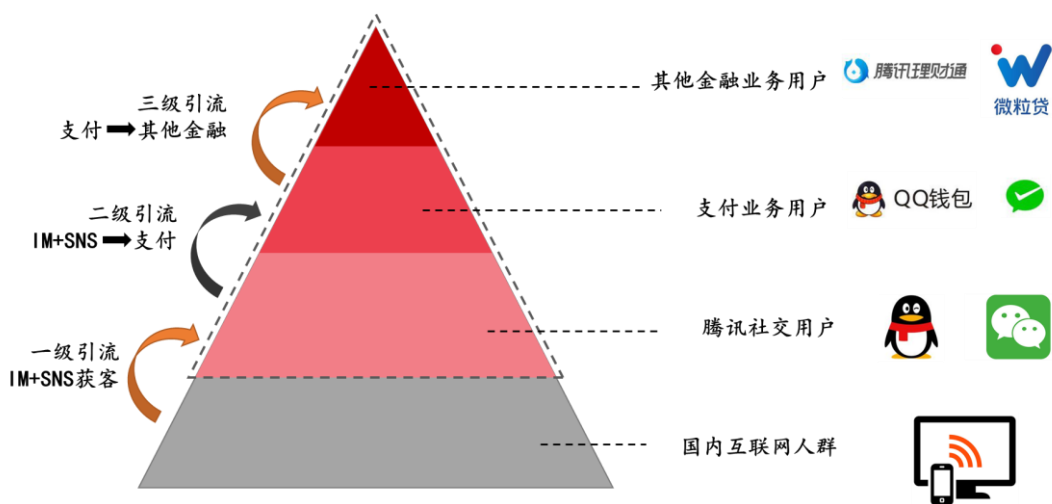
入。据国际金融报报道，微信理财通对基金管理费进行抽成作为手续费收入，收取的比例则在 50%左右，一般管理费用率在 1.5%左右，每家基金公司的情况会有所不同，入驻平台前双方会进行洽谈敲定。

B、微粒贷：

小额贷款业务的载体为“微粒贷”，通过子公司微众银行开展业务。微粒贷是纯信用借款，无需抵押与担保，主要依托腾讯大数据综合评估用户借款额度，腾讯为其提供渠道与技术支持。据微众银行 2020 年年报披露，截至 2020 年年末，“微粒贷”客户覆盖全国 31 个省（市、区）逾 560 座城市；约 80%贷款客户为大专及以下学历，约 78%从事非白领服务业或制造业；笔均贷款仅 8000 元，且因按日计息、期限较短，约 70%的贷款总成本低于 100 元。微粒贷主要通过为微众银行开通贷款获得导流费。微众银行每通过腾讯获得一个客户，放出去一笔贷款，都要给腾讯一笔导流费用。

理财、小额贷款以及保险等其他金融业务，在支付功能的基础上可以满足用户盘活“钱包”资金的需求，同时此类金融衍生业务基本成本基本可忽略不计，进而打造成了绝对的利润中心。

图 111：支付业务向其他金融业务引流



资料来源：腾讯金融科技官网，西部证券研发中心

对标支付宝，场景优势助力微信支付业务弯道超车，金融业务有望稳健追赶。微信支付与支付宝在不同业务上均能找到类似的产品进行同台对打，虽然目前在支付、理财、信贷等规模上，腾讯均位列第二，与支付宝存在差距，但我们认为微信凭借自身流量基础与生态构建，微信支付日均支付笔数已领先支付宝，未来随着腾讯金融业务产品线的不断完善，有望稳健缩小差距迎头赶上。

- 微信重社交，支付宝偏商业。自身生态基础决定支付场景有所差异，微信相对更高频、更广阔，还可覆盖到老幼等人群；同时小程序的迅猛发展加速场景融合，强化微信支付价值。
- 信用体系搭建，助力金融业务产品线不断完善。2018 年底微信才上线“微信支付分”这一信用体系，晚于支付宝 4 年，主要由身份特质、支付行为、履约历史三个维度构成。信用体系的建立能为微信支付打开更大的消费和信贷体量，购物和租赁后续还会产生分期、信贷和保险等多元金融需求。支付分一方面可以对 C 端的用户风险进行把

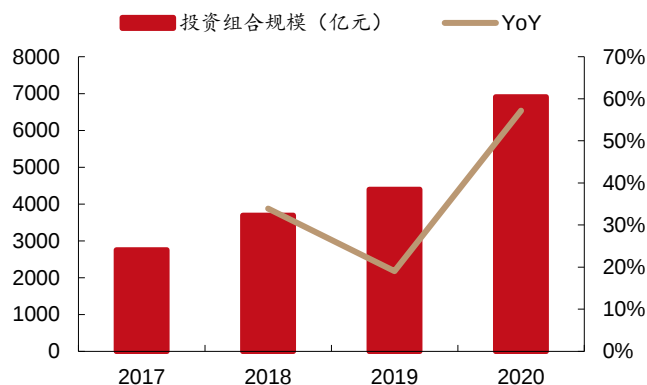
握，另一方面可以对接入的B端进行风险规避。沉淀近6年，芝麻信用已广泛应用于商户评估个人信用，作为现代征信体系的补充，我们认为随着数据类型的丰富，支付分利用空间有望打开，并助力金融业务多元产品线不断完善。

3.4 腾讯投资组合：对外投资扩大版图，把握发展新机遇

3.4.1 布局849家企业，对外投资规模日益扩大

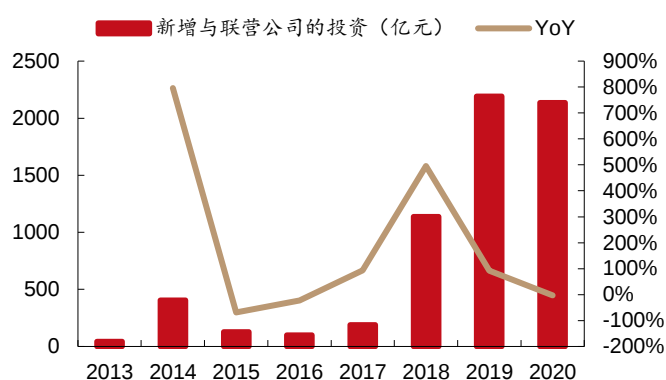
腾讯对外投资规模日益壮大。截至2020年底公司投资组合合计6908.86亿元，同比增长57.18%，该部分投资在财报上主要体现在“于联营公司的投资”和“金融资产”两类科目中，其中以持续披露的“于联营公司的投资”口径来看，腾讯每年对联营公司的新增投资都在持续扩大中，尤其近两年加大力度，2019和2020年年新增对联营公司的投资分别为2192和2136亿元，较18年规模几近翻倍。

图 112：投资组合规模日益壮大



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

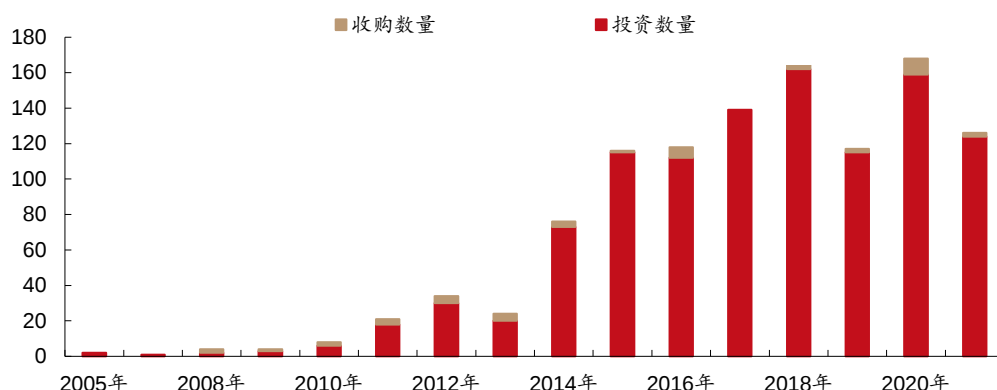
图 113：腾讯于联营公司新增投资规模整体处于扩大趋势



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2011年以来，腾讯开始活跃地在一级市场进行投资收购，据IT桔子统计，自2005年至今，腾讯合计对849家各行各业的公司进行投资和收购，累计投资1123个项目，其中今年以来仅五个月就已发生超百起对外投资。从投资获得的股权比重看，腾讯更偏好参股形式的投资而非直接收购，在上述可追溯的千起投资事件中，通过直接并购获得控制权的投资仅42件，其余1081件均为参股投资。我们认为持有公司少数股权式投资也体现了腾讯自身的投资理念，在利用自身优势（流量）的基础上强化专业人做专业事，一方面可以保障投资公司创始人/团队自身独立性与积极性；另一方面可以降低试错成本，间接获得发展机会，避免腾讯错过任何一个风口。

图 114：腾讯对外投资和收购数量（件）



资料来源：IT 桔子，西部证券研发中心

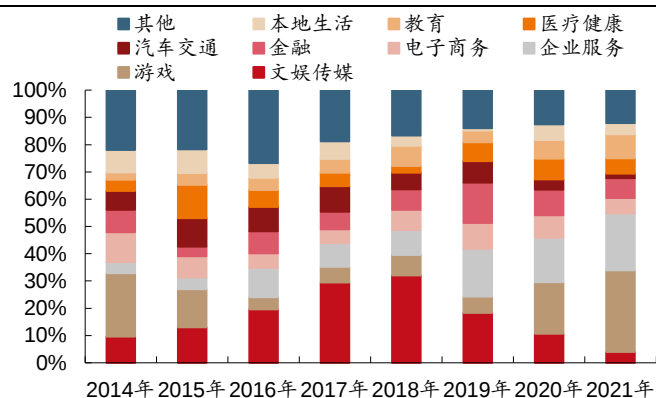
注：统计截至 2021 年 5 月 18 日

3.4.2 文娱游戏为近年投资重点，初投出手偏早期

全行业布局，文娱游戏是重点。据 IT 桔子统计，腾讯投资的企业遍布文化传媒、游戏、企业服务、电子商务、金融、汽车交通、医疗健康、教育、本地生活、体育运动等 21 个行业。我们认为腾讯投资方向上以加强自身业务为主，补充产业布局为辅，文化传媒、游戏和企业服务是腾讯一直以来重点投资的重点，自 2003 年至今投资事件个数分别为 189、160 和 125 件。

分阶段看，16-18 年是腾讯文化传媒布局的加速期，是全年投资项目最多的行业，其中重点布局了阅文集团、快手、斗鱼、虎牙直播、知乎等内容平台；20-21 年在《原神》等优质游戏带动下，内容精品化趋势愈发明显，腾讯加强了全球范围内游戏行业的投资，包括游戏开发、发行、社区等各个环节，其中投资了 59 家游戏开发商，包括 UGC 沙盒游戏平台 Roblox，扩充游戏品类矩阵，也为后续自身自研或代理“元宇宙”游戏战略性打好基础。

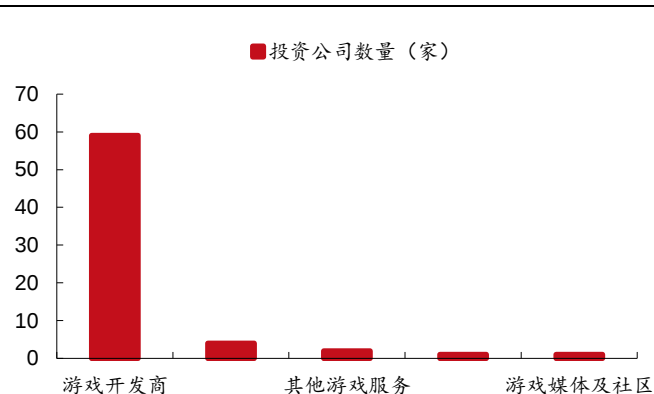
图 115：收购行业分布



资料来源：IT 桔子，西部证券研发中心

注：统计截至 2021 年 5 月 18 日

图 116：20-21 年腾讯着重加强游戏行业的投资

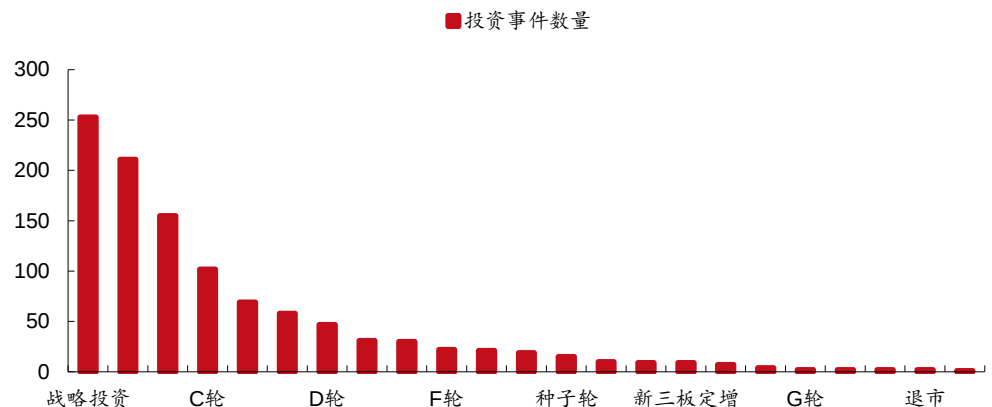


资料来源：IT 桔子，西部证券研发中心

注：统计截至 2021 年 5 月 18 日

初投普遍偏早期，多轮加码优质企业。得益于自有社交软件海量的用户数据积累与深度分析，腾讯或可更早的发现新兴的行业与高速成长的公司，初次投资时机普遍偏早。据 IT 桔子统计，在上述千起投资中，腾讯在战略投资（部分战略投资处于融资初期）和 A 轮及以前轮次中合计出手 569 次，占总投资数量的 53%。互联网行业环境相对瞬息万变，技术的更迭、竞争的加剧、用户喜好的变迁，自主研发不确定性较强，投资初创企业可以为腾讯带来源源不断的创新力，更可以为腾讯带来新技术与新领域，加大版图布局并发挥自身协同效应。

图 117：投资阶段分布（个）



资料来源：IT 桔子，西部证券研发中心

除了出手早外，腾讯对外投资出手准，回溯过往腾讯多轮加码的企业，绝大部分已成为细分行业龙头。2015 年腾讯领投内容社区知乎 5500 万美元的 C 轮融资，随后连续追加 4 轮投资，目前知乎在纽交所上市，市值已超 45 亿美元；同年腾讯在 A 轮便参投造车新势力之一蔚来，据华美商业统计，在蔚来 IPO 上市前腾讯合计投资 5.1 亿美元，持股总数 1.32 亿股，若不考虑 IPO 后的投资，以 5 月 25 日收盘价 35.77 美元/股计算，在蔚来的投资上腾讯浮盈超 40 亿美元。

表 19：腾讯多轮加码垂类行业龙头

公司名	时间	行业	子行业	轮次	总融资额	投资方
知乎	2015-11-05	文化传媒	媒体及阅读	C 轮	5500 万美元	创新工场,启明创投,腾讯投资等
	2017-01-12	文化传媒	媒体及阅读	D 轮	1 亿美元	创新工场,启明创投,今日资本,腾讯投资等
	2018-08-08	文化传媒	媒体及阅读	E 轮	2.7 亿美元	今日资本,腾讯投资,高盛(中国)等
	2019-08-12	文化传媒	媒体及阅读	F 轮	4.34 亿美元	今日资本,腾讯投资,百度,快手等
	2021-03-19	文化传媒	媒体及阅读	基石轮	2.5 亿美元	腾讯投资,阿里巴巴,京东,莉莉丝
蔚来汽车	2015-06-17	汽车交通	汽车制造	A 轮	数亿人民币	腾讯投资,顺为资本,京东,高瓴资本,易车网
	2017-05-31	汽车交通	汽车制造	C 轮	6 亿美元	IDG 资本,今日资本,腾讯投资,百度等
	2017-11-08	汽车交通	汽车制造	D 轮	10 亿美元	腾讯投资,中信资本,Baillie Gifford 等
	2020-06-22	汽车交通	汽车制造	IPO 上市后	1000 万美元	腾讯投资
水滴公司	2016-08-02	金融	保险	天使轮	5000 万人民币	IDG 资本,真格基金,腾讯投资等
	2017-08-30	金融	保险	A 轮	1.6 亿人民币	IDG 资本,创新工场,蓝驰创投,腾讯投资等
	2019-03-27	金融	保险	B 轮	5 亿人民币	IDG 资本,创新工场,蓝驰创投,腾讯投资等
	2019-06-12	金融	保险	C 轮	10 亿人民币	腾讯投资,高榕资本,元钛基金等
	2020-08-20	金融	保险	D 轮	2.3 亿美元	IDG 资本,腾讯投资,点亮基金,瑞士再保险

	2020-11-24	金融	保险	战略投资	1.5 亿美元	腾讯投资
美团	2016-01-19	本地生活	本地综合生活	E 轮	33 亿美元	红杉资本中国,今日资本,挚信资本,腾讯投资等
	2017-10-19	本地生活	本地综合生活	F 轮	40 亿美元	红杉资本中国,挚信资本,腾讯投资,Tiger 老虎基金-中国等
	2018-09-01	本地生活	本地综合生活	基石轮	15 亿美元	腾讯投资,中国诚通,天际资本 FutureX Capital 等
	2021-04-20	本地生活	本地综合生活	IPO 上市后	100 亿美元	腾讯投资
快手	2017-03-23	文化传媒	视频/直播	D 轮	3.5 亿美元	DCM 中国,腾讯投资,华兴新经济基金,琮碧秋实
	2018-01-25	文化传媒	视频/直播	E 轮	10 亿美元	红杉资本中国,腾讯投资
	2018-04-21	文化传媒	视频/直播	E+轮	4 亿美元	腾讯投资
	2019-12-03	文化传媒	视频/直播	F 轮	30 亿美元	红杉资本中国,腾讯投资,云锋基金等
滴滴出行	2013-04-01	汽车交通	交通出行	B 轮	1500 万美元	经纬中国,腾讯投资
	2014-01-01	汽车交通	交通出行	C 轮	1 亿美元	腾讯投资,中信产业基金 CPE
	2014-12-09	汽车交通	交通出行	D 轮	7 亿美元	腾讯投资,DST Global,淡马锡 Temasek,H Capital
	2015-07-08	汽车交通	交通出行	F 轮	20 亿美元	腾讯投资,阿里巴巴,平安创新投资基金等
贝壳集团	2016-06-16	汽车交通	交通出行	F 轮	45 亿美元	腾讯投资,阿里巴巴,软银中国,Apple 苹果等
	2016-04-06	房产服务	房产综合服务	B 轮	38.5 亿人民币	经纬中国,腾讯投资,百度,高瓴资本等
	2017-04-19	房产服务	房产综合服务	战略投资	30 亿人民币	腾讯投资,百度,万科集团,融创中国
	2019-07-18	房产服务	房产综合服务	D 轮	12 亿美元	腾讯投资,高瓴资本,新天域资本,华兴资本等
拼多多	2019-11-01	房产服务	房产综合服务	D+轮	24 亿美元	红杉资本中国,腾讯投资,高瓴资本,软银愿景基金
	2016-07-20	电子商务	综合电商	B 轮	1.1 亿美元	光速中国,腾讯投资,凯辉基金等
	2018-04-11	电子商务	综合电商	D 轮	13.69 亿美元	红杉资本中国,腾讯投资
	2020-04-03	电子商务	综合电商	IPO 上市后	5000 万美元	腾讯投资

资料来源: IT 桔子, 公开新闻整理, 西部证券研发中心

腾讯近十年来以自身流量和资金为基础,对各行各业布局长期投资,构建出自己独有又庞大的生态系统。若通过自身内部培养或难打破众多领域的进入壁垒,腾讯通过对外投资为自身提供了向扩张新领域、引领新技术、追赶新思潮的机会与可能,这或也是互联网企业立身根基之一。

四、盈利预测和估值

4.1 盈利预测

我们根据公司的几大主要业务板块进行盈利预测：手游、PC 游戏、社交网络、媒体广告、社交广告、金融科技和支付、云服务。

1) 手游业务：2021 年暑期至下半年，腾讯将会上线较多有爆款潜质的手游，例如《英雄联盟手游》《DNF 手游》等，流水贡献的高峰应集中在下半年至明年，且去年 Q1/Q2 因疫情影响导致游戏收入基数较高，因此我们预计 2021 年腾讯游戏在中国区的收入增速将保持在 16%，2022/2023 年增速分别达到 18%/15%。手游出海方面，2020 年底至 2021 年 Q1，《英雄联盟手游》已在海外不同地区陆续上线，流水表现突出，预计 2021 年海外手游业务收入同比增长 38%；中国游戏出海市场整体空间仍大，且海外手游市场增速相比国内市场更高，我们预计 2022/23 年，腾讯海外手游收入增速分别达到 24%/15%。

因此我们预计整体手游业务收入 2021/22/23 年分别为 1760/2102/2417 亿元，同比增长 20%/19%/15%。其中约有 30% 左右是应用宝、微信/QQ 游戏中心等渠道收入，因此在会计上并入社交网络收入板块。

表 20：预计 2021 年腾讯手游收入同比增长 20%

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
手机游戏总收入（百万元）	93,700	146,617	176,034	210,215	241,687
YoY(%)	20%	56%	20%	19%	15%
中国地区收入	80,900	118,283	136,916	161,561	185,795
YoY(%)	9%	46%	16%	18%	15%
国际收入	12,800	28,334	39,118	48,654	55,892
YoY(%)	231%	121%	38%	24%	15%
手游收入（并入在线游戏收入）	67,310	111,539	134,959	161,747	185,949
渠道分发收入（并入社交网络收入）	26,390	35,078	41,075	48,468	55,739

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

2) PC 游戏业务：国内端游市场整体增长缓滞，腾讯两款头部 PC 游戏产品《英雄联盟》和《地下城与勇士》（《DNF》）将在 2021 年相继推出手游版，因此我们预计公司 PC 游戏收入后续增长将降缓。预计 2021/22/23 年腾讯 PC 游戏收入为 451/453/453 亿元，同比增长 1.2%/0.5%/持平。

表 21：预计 2021 年腾讯 PC 游戏收入同比增长 1.2%

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PC 端游戏总收入（百万元）	47,400	44,538	45,080	45,305	45,305
YoY(%)	-6.3%	-6.0%	1.2%	0.5%	0.0%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

3) 社交网络业务：社交网络业务收入来自虎牙直播服务、腾讯视频会员服务及腾讯音乐会员服务以及游戏渠道收入。2021 年 4 月腾讯视频宣布对会员价格进行上调，我们预

计 ARPU 值将逐步上升，2021 年腾讯视频会员收入将同比增长 18%。音乐订阅方面，中国数字音乐付费率仍较低，还有较高增长空间；腾讯音乐旗下的 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐均排名国内音乐 APP 月活量 TOP5，用户规模壁垒较高，2021 年腾讯音乐整体会员收入预计同比增长 21%。虎牙直播是国内头部的直播平台，主要以游戏内容直播为主，与腾讯游戏协同合作较深。我们预计腾讯社交网络业务整体收入 2021/22/23 年达到 1324/1564/1781 亿元，同比增长 22%/18%/14%。

表 22：预计 2021 年腾讯社交网络收入同比增长 22%

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
社交网络收入（百万元）	85,281	108,135	132,377	156,419	178,113
YoY(%)	17%	27%	22%	18%	14%
腾讯视频会员收入	16,487	20,450	24,147	28,670	32,212
腾讯音乐会员收入	21,842	25,365	30,619	39,916	48,175
阅文集团会员收入	3,710	4,932	5,381	6,444	7,643
虎牙直播		8,037	13,206	14,871	16,343
渠道分发收入	26,390	35,078	41,075	48,468	55,739
其他	16,851	14,272	17,949	18,051	18,002

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

4) 网络广告业务：该板块业务分为媒体广告和社交网络广告，媒体广告包括腾讯视频、腾讯音乐等平台的广告收入，社交网络广告则包括微信、QQ 等社交平台 and 广点通（集合第三方应用流量为广告主投放广告）的广告收入。腾讯视频广告在经过去年疫情低谷之后，2021 年预计恢复增长较快，增速达到 12%。以上报告中我们讨论到微信朋友圈和小程序广告仍有较大的增长空间，且视频号也是另一个重要增长点。我们预计腾讯网络广告业务整体收入 2021/22/23 年达到 1011/1223/1478 亿元，同比增长 23%/21%/21%。

表 23：预计 2021 年腾讯网络广告收入同比增长 23%

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
网络广告收入（百万元）	68,377	82,271	101,087	122,289	147,816
YoY(%)	18%	20%	23%	21%	21%
媒体广告	15,510	14,277	15,753	17,328	18,714
社交广告和其他	52,867	67,994	85,334	104,961	129,102

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

5) 金融科技与支付业务：该业务板块旗下包括财付通支付、理财通资产管理、微贷/微众银行、微保。微信凭借自身流量基础与日常支付场景优势，支付日均支付笔数已领先支付宝，我们预计后续增长将较快；且随着年轻用户越来越倾向于在网络平台购买理财产品，腾讯财富管理业务增速预计较高。我们预计 2021/2022/2023 年金融科技与支付业务收入达到 1396/1742/2089 亿元，同比增长 33%/25%/20%。

表 24：预计 2021 年腾讯金融科技及支付收入同比增长 33%

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
金融科技及支付收入（百万元）	84,355	104,599	139,552	174,248	208,887
YoY(%)	32%	24%	33%	25%	20%
付款业务	72,739	93,680	112,764	129,998	149,685
财富管理	4,700	8,700	14,477	21,799	25,658
贷款	4,461	7,926	13,087	19,193	25,394
保险	255	701	1,543	3,224	5,143
其他	2,200	-6,408	-2,318	35	3,007

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

6) 腾讯云业务：腾讯云计算目前在消费互联网和金融领域具备较大优势，且由于其流量生态优势，我们认为腾讯云在这两大领域的优势将继续保持。随着后续继续涉足工业互联网建设和进一步布局 SaaS，我们认为腾讯云将会是公司业务中收入增速最快的板块。我们预计 2021/2022/2023 年腾讯云业务收入达到 370/574/826 亿元，同比增长 58%/55%/44%。

表 25：预计 2021 年腾讯云收入同比增长 58%

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
腾讯云收入（百万元）	17,000	23,487	37,002	57,353	82,588
YoY(%)	87%	38%	58%	55%	44%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

总体来看，我们预计 2021/22/23 年公司总营业收入为 5993/7277/8601 亿元，同比增长 24%/21%/18%。毛利率保持稳定在 45%左右。销售费用 2021 年相比 2020 年增速有所放缓，疫情导致的线上流量成本激增预计逐渐平稳；但研发费用我们预计后续增长较大，主要因为 3A 等高品质游戏研发投入增加，以及腾讯云业务技术投入也将增长。最终，我们预计 2021/22/23 年公司净利润（非国际财务报告准则下）为 1511/1874/2314 亿元，同比增长 23%/24%/23%。

表 26：预计 2021 年公司净利润同比增长 23%

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入（百万元）	377,289	482,064	599,324	727,742	860,077
YoY(%)	21%	28%	24%	21%	18%
总营业成本（百万元）	-209,756	-260,532	-334,515	-395,894	-465,014
毛利润（百万元）	167,533	221,532	264,809	331,848	395,063
毛利率(%)	44%	46%	44%	46%	46%
销售费用（百万元）	-21,396	-33,758	-41,664	-48,567	-57,399

管理及研发费用（百万元）	-53,446	-67,625	-82,171	-97,728	-113,520
净利润（国际财务报告准则下，百万元）	93,310	159,847	146,355	178,712	218,786
YoY(%)	19%	71%	-8%	22%	22%
净利润（非国际财务报告准则，百万元）	94,351	122,742	151,141	187,439	231,351
YoY(%)	22%	30%	23%	24%	23%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心预测

4.2 估值

4.2.1 DCF估值

我们采用 DCF 方法给腾讯估值，WACC 值约为 12%，永续增长率 3%。预计 2021 年底公司估值为 37906 亿元人民币，加上联营合营公司估值（已上市企业用市值作为估值）为 14502 亿元人民币，腾讯控股总估值为 66910 亿元人民币，约合 80292 亿港元，最终得出目标价为 825 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 27：我们用 DCF 估值得到腾讯目标价为 825 港元

	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
调整后 EBITDA（百万元）	217,950	282,867	350,804	422,686	497,279	541,496	582,579	621,226	662,076	706,085
营运资本的变化（百万元）	-31,282	-34,716	-34,258	-36,329	-37,143	-36,622	-39,495	-43,496	-47,871	-52,687
资本支出（百万元）	-35,959	-43,664	-49,454	-55,027	-60,029	-64,461	-68,847	-73,229	-77,568	-81,819
所得税（百万元）	-25,314	-30,263	-36,744	-43,346	-49,932	-56,830	-62,869	-68,522	-74,481	-80,886
自由现金流（百万元）	125,394	174,223	230,347	287,984	350,174	383,582	411,368	435,980	462,155	490,694
预期自由现金流现值（百万元）	1,859,435									
永续自由现金流现值（百万元）	1,931,209									
腾讯估值（百万元）	3,790,644									
联营合营公司估值（百万元）	1,450,183									
腾讯控股总估值（百万元）	6,691,009									
股本数量（百万）	9,731									
腾讯控股目标价（港元）	825									

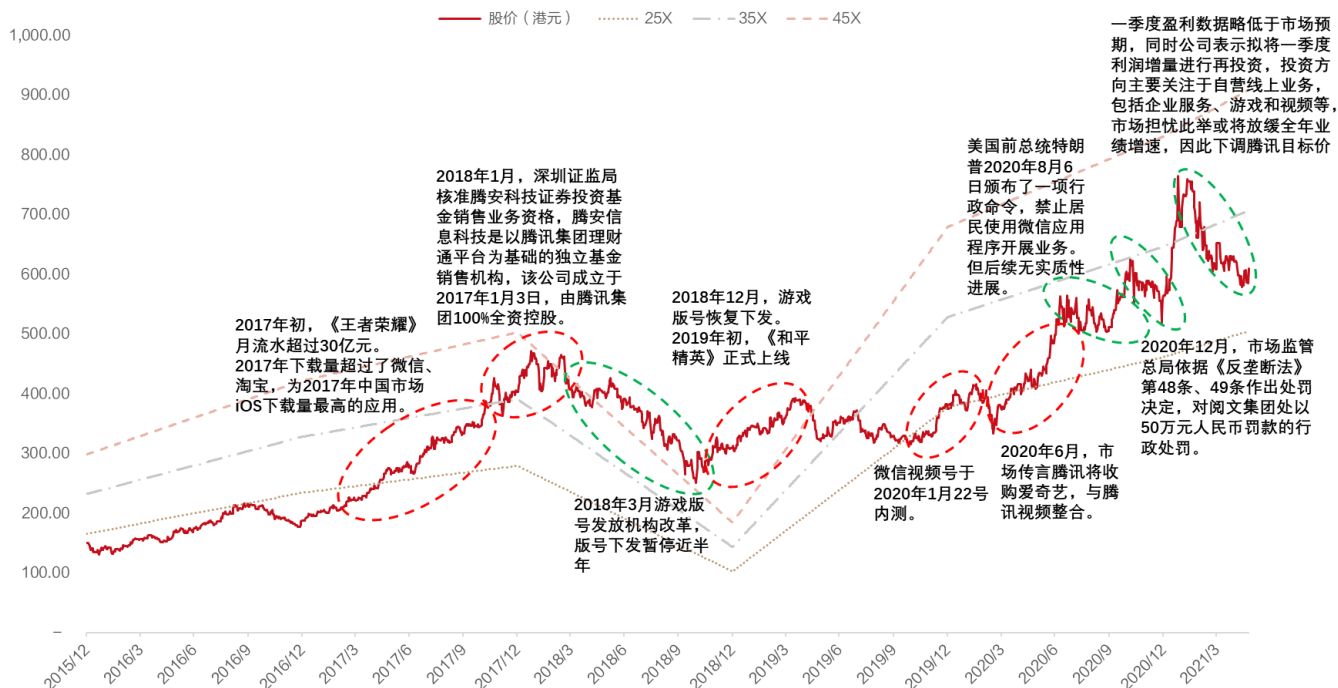
资料来源：西部证券研发中心预测

注：RMB:HKD=1.2:1.0

4.2.1 分部估值

公司目前 PE 估值在 25-35 倍之间。对腾讯以往股价复盘：2017 年持续上涨主要受到《王者荣耀》流水持续增长推动，该游戏从 2017 年开始便霸榜全球手游收入 TOP2。2018 年公司获得第三方基金销售牌照，金融科技业务获增长驱动力。2018 年下半年游戏版号暂停发放对公司股价影响较大，12 月恢复发放后股价逐步回升。2020 年初，微信视频号开始内测，此后不断完善功能，推出新版本；12 月国家颁布《反垄断法》，对国内互联网巨头股价均造成一定影响。

图 118：腾讯控股公司股价复盘



资料来源：公开新闻整理，公司公告，西部证券研发中心

我们采用分部估值方法对腾讯估值。腾讯主体业务被拆分为网络游戏（包括手游渠道收入）、网络广告（除去媒体广告）、在线视频（包括会员增值服务和媒体广告）、金融科技、云计算，以及腾讯音乐、阅文集团、虎牙三家主要子公司。

1) 网络游戏：游戏业务整体用 PE 进行估值，我们选取了国内和全球较为知名的手游、PC 游戏、主机游戏研发商作为腾讯游戏业务的参考。各游戏公司 2021/22/23 年的 PE 平均值为 26.1/21.5/17.8 倍，由于腾讯已是全球游戏行业龙头，应当有一定溢价，所以我们给予腾讯 2021 年网络游戏业务整体 28 倍估值。

表 28: 全球较为头部的游戏公司 2021 年 PE 平均估值约 26 倍 (收盘价日期: 北京时间 2021 年 6 月 16 日)

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币)	股本 (亿股)	总市值 (当地货币, 亿元)	净利润 (财报货币, 亿元)				PE		
					2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
9999 HK	网易	171.80	33.55	5,763.72	120.63	162.04	195.54	231.11	29.9x	24.8x	20.9x
9990 HK	祖龙娱乐	13.36	8.16	108.95	-7.59	7.83	12.41	19.34	11.7x	7.4x	4.7x
002624.SZ	完美世界	20.41	19.40	395.95	15.49	23.54	27.44	31.64	16.8x	14.4x	12.5x
603444.SH	吉比特	537.46	0.72	386.24	10.46	12.68	15.90	18.81	30.5x	24.3x	20.5x
002555.SZ	三七互娱	25.68	22.18	569.55	27.61	29.16	36.00	41.17	19.5x	15.8x	13.8x
EA US	EA	144.80	2.86	414.19	30.39	9.36	9.89	15.67	44.3x	41.9x	26.4x
ATVI US	Activision Blizzard	95.97	7.77	745.70	21.97	25.32	31.26	33.15	29.5x	23.9x	22.5x
9766 JP	KONAMI	7,040.00	1.44	10,102.40	198.92	301.25	447.75	503.03	33.5x	22.6x	20.1x
7974 JP	任天堂	63,250.00	1.32	83,280.64	2,586.41	4,301.63	4,436.63	4,430.01	19.4x	18.8x	18.8x
平均									26.1x	21.5x	17.8x

资料来源: Bloomberg 一致预期, 西部证券研发中心预测

注: 网易、完美世界、吉比特业绩由西部研发预测

2) 网络广告 (除媒体广告): 网络广告业务整体用 PE 进行估值, 我们选取了国内和全球以广告变现为主的互联网公司作为腾讯社交广告业务的参考。被选公司 2021/22/23 年的 PE 平均值为 25.5/21.9/18.7 倍, 腾讯社交广告仍处相对早期, 广告规模、投放系统和算法的成熟度远没有达到 Facebook、Google 这些头部公司的水平, 因此给予腾讯 2021 年网络游戏业务整体 22 倍估值。

表 29: 全球以广告变现为主的头部互联网公司 2021 年 PE 平均估值约 26 倍 (收盘价日期: 北京时间 2021 年 6 月 16 日)

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币)	股本 (亿股)	总市值 (当地货币, 亿元)	净利润 (财报货币, 亿元)				PE		
					2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
FB US	脸书	336.75	23.96	9,548.43	1,631.67	291.46	378.63	445.36	25.2x	21.4x	18.3x
GOOGL US	谷歌	2,428.39	3.01	16,593.90	2,668.99	402.69	596.71	638.69	27.8x	26.0x	22.0x
WB US	微博	48.27	1.26	109.98	26.15	3.13	4.69	5.98	23.4x	18.4x	15.7x
平均									25.5x	21.9x	18.7x

资料来源: Bloomberg 一致预期, 西部证券研发中心

3) 在线视频 (包括广告和会员): 在线视频业务因尚未盈利, 采用 PS 进行估值, 我们选取爱奇艺 (IQ.O)、芒果超媒 (300413.SZ) 和奈飞 (NFLX.O) 作为腾讯视频的估值参考。被选公司 2021/22/23 年的 PS 平均值为 5.7/4.9/4.3 倍, 腾讯视频已是国内在线视频平台龙头, IP 生态最为成熟, 会员数量规模最大, 因此给予腾讯视频 7 倍 PS 估值。

表 30: 国内和全球头部在线视频公司 2021 年 PS 平均估值约 5.7 倍 (收盘价日期: 北京时间 2021 年 6 月 16 日)

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币)	股本 (亿股)	总市值 (当地货币, 亿元)	收入 (财报货币, 亿元)				PS		
					2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
IQ US	爱奇艺	14.84	3.78	117.13	297.07	322.54	361.72	404.69	2.3x	2.1x	1.9x
NFLX US	Netflix	491.90	4.43	2,181.10	249.96	297.14	342.18	391.88	7.3x	6.4x	5.6x
300413 CH	芒果超媒	69.90	17.80	1,244.48	140.06	170.31	200.56	232.27	7.3x	6.2x	5.4x
平均									5.7x	4.9x	4.3x

资料来源: Bloomberg 一致预期, 西部证券研发中心

4) 金融科技: 我们对金融科技业务采取 PS 估值。国内适合于腾讯的金融科技业务对标的仅有蚂蚁集团, 因蚂蚁集团未上市, 我们参考 Bloomberg 一致预期, 其目前估值大约在 1440 亿美元, 2021 年收入预期约为 2000 亿元人民币, 对应 PS 为 4.6 倍。腾讯金融科技目前市场规模仍小于蚂蚁集团, 因此我们给予该业务部分 4 倍 PS 估值。

5) 腾讯云: 由于腾讯云尚未盈利, 对该业务采取 PS 估值。我们选取 AWS 和阿里云作为腾讯云的估值参考, 根据 Bloomberg 一致预期, AWS 2021 年估值约为 7900 亿美元, 2021 年收入预计为 603 亿美元, 对应 PS 为 13 倍; 阿里云 2021 年估值为 1238 亿美元, 2021 年收入预计为 916 亿元人民币, 对应 PS 为 8.8 倍。腾讯云市占率和业务规模未达到阿里云水平, 因此我们给予腾讯云 7 倍 PS 估值。

6) 其他: 给予其他主营业务 0.5 倍 PS 估值。腾讯音乐、阅文集团、虎牙三家主要子公司以目前市值作为其估值。对外投资公司估值部分, 我们选取腾讯持股比例较大的几家公司, 非上市公司用最近一轮估值作为参考估值, 上市公司则用市值作为参考。

得到各分部业务估值之后, 我们加回净现金, 扣除集团估值折算 10%, 得到腾讯集团 2021 年总估值约为 67198 亿人民币, 约合 80244 亿港元, 总股本 97.31 亿股, 2021 年目标价为 825 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 31: 在我们预测下腾讯集团 2021 年目标价为 825 港元 (市值日期: 北京时间 2021 年 6 月 16 日)

分部估值	腾讯所占比例 (%)	估值 (USD mn)	估值 (Rmb mn)	属于腾讯的估值 (USD mn)	属于腾讯的估值 (Rmb mn)	属于腾讯的占总估值比例 (%)	2021E PS	(X) PE	注释
公司核心业务									
网络游戏	97.0%	547,830	3,555,416	531,395	3,448,753	51%	15.6x	28.0x	@ 28x PE, 2021E
腾讯视频	100%	36,787	238,750	36,787	238,750	4%	7.0x		@ 7x PS, 2021E
腾讯音乐	56%	26,167	169,825	14,549	94,423	1%	1.9x	3.4x	市值
阅文集团	57%	11,305	73,372	6,429	41,725	1%	6.5x	25.2x	市值
虎牙	48%	3,870	25,114	1,842	11,954	0%			市值
网络广告 (除媒体广告)	100%	154,452	1,002,392	154,452	1,002,392	15%	9.0x	22.0x	@ 22x PE, 2021E
金融科技	100%	107,395	696,993	107,395	696,993	10%	4.0x	16.9x	@ 4-5x PS, 2021E
云计算	100%	61,860	401,468	61,860	401,468	6%	7.0x		@ 7x PS, 2021E
其他	100%	1,533	9,947.50	1,533	9,948	0%	0.5x		@ 0.5x rev, 2022E
核心业务估值		951,198	6,173,278	916,241	5,946,406	88%	8.2x	31.7x	
对外投资公司总估值				223,449	1,450,183	22%			
净现金		10,757		10,757	69,812	1%			2021 net cash

总估值 (未减去折算)	1,150,447	1,150,447	7,466,401	10.3x	39.8x
扣除折算 10%	(115,045)	(115,045)	(746,640)		
腾讯集团总估值	1,035,402	1,035,402	6,719,760	9.2x	35.9x
腾讯集团总股本			9,731		
目标价 (HKD)			825		

资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心预测

注: USD:RMB=1:6.5, USD:HKD=1:7.8

五、风险提示

- 1) 游戏流水下滑, 新游表现不及预期。**《王者荣耀》和《和平精英》占公司游戏收入比重较高, 若游戏进入生命周期后期而新游表现不及预期, 将影响公司整体游戏业绩表现。
- 2) 广告业务受宏观经济下滑冲击。**广告业务, 尤其是媒体广告收入受宏观经济、消费等影响较大, 若经济整体下滑, 广告主投放将减少。
- 3) 金融科技业务政策风险。**金融科技业务涉及国家金融安全, 将受到较严格的监管, 可能面临政策风险。
- 4) 互联网行业政策风险。**公司是中国互联网行业巨头, 各方面业务都会受到政策监管, 包括内容监管、牌照监管、反垄断监管等。
- 5) 竞争风险。**互联网各子领域发展速度较快, 公司虽然已是行业龙头, 仍面临新兴行业的竞争压力。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	132,991	152,798	234,471	345,083	499,455	营业收入	377,289	482,064	599,324	727,742	860,077
应收款项	35,839	44,981	53,682	63,062	72,334	营业成本	-209,756	-260,532	-334,515	-395,894	-465,014
存货净额	718	814	1,058	1,376	1,788	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	84,420	119,054	128,862	139,603	150,672	销售费用	-21,396	-33,758	-41,664	-48,567	-57,399
流动资产合计	253,968	317,647	418,072	549,123	724,250	管理费用	-53,446	-67,625	-82,171	-97,728	-113,520
固定资产及在建工程	50,759	64,782	78,103	93,419	106,523	财务费用	6,314	6,957	8,083	12,230	16,782
长期股权投资	221,894	305,258	368,442	438,393	511,966	其他费用/(-收入)	15,596	22,298	28,905	34,447	38,506
无形资产	156,171	189,040	215,187	243,348	267,098	营业利润	118,694	184,237	177,268	209,162	252,368
其他非流动资产	271,194	456,698	456,698	456,698	456,698	营业外净收支	-9,294	-4,215	-3,116	2,545	6,168
非流动资产合计	700,018	1,015,778	1,118,430	1,231,857	1,342,285	利润总额	109,400	180,022	174,152	211,707	258,536
资产总计	953,986	1,333,425	1,536,502	1,780,981	2,066,535	所得税费用	-13,512	-19,897	-25,314	-30,263	-36,744
短期借款	22,695	14,242	14,242	14,242	14,242	净利润	96,929	123,020	153,624	190,171	234,357
应付款项	136,398	148,338	184,450	223,976	264,702	少数股东损益	-2,578	-278	-2,484	-2,732	-3,005
其他流动负债	81,063	106,499	123,725	142,372	160,611	归属于母公司净利润	94,351	122,742	151,141	187,439	231,351
流动负债合计	240,156	269,079	322,417	380,591	439,555						
长期借款及应付债券	211,336	266,851	266,851	266,851	266,851	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其他长期负债	13,670	19,452	15,968	15,968	15,968	盈利能力					
长期负债合计	225,006	286,303	282,819	282,819	282,819	ROE	22%	23%	17%	17%	17%
负债合计	465,162	555,382	605,236	663,410	722,374	毛利率	44%	46%	44%	46%	46%
股本	9,603	9,637	9,702	9,731	9,828	营业利润率	30%	31%	30%	32%	32%
股东权益	488,824	778,043	931,266	1,117,571	1,344,161	销售净利率	25%	25%	25%	26%	27%
负债和股东权益总计	953,986	1,333,425	1,536,502	1,780,981	2,066,535	成长能力					
						营业收入增长率	21%	28%	24%	21%	18%
现金流量表 (百万元)	2,019	2,020	2021E	2022E	2023E	营业利润增长率	24%	30%	19%	30%	20%
净利润	96,929	123,020	153,624	190,171	234,357	归母净利润增长率	22%	30%	23%	24%	23%
折旧摊销	44,673	50,774	56,424	72,962	98,607	偿债能力					
营运资金变动	15,330	27,423	31,282	34,716	34,258	资产负债率	49%	42%	39%	37%	35%
其他	-8,342	-7,098	-1,703	-1,961	-4,650	流动比	1.06	1.18	1.30	1.44	1.65
经营活动现金流	148,590	194,119	239,627	295,888	362,572	速动比	0.78	0.85	0.96	1.10	1.31
资本支出	-56,984	-66,599	-95,892	-116,439	-135,462						
其他	-59,186	-115,356	-49,284	-52,594	-52,594	每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
投资活动现金流	-116,170	-181,955	-145,176	-169,033	-188,056	每股指标					
债务融资	36,012	42,989	0	0	0	EPS	9.83	12.74	15.58	19.26	23.54
权益融资	-10,495	-10,488	-12,779	-16,243	-20,144	BVPS	50.90	80.74	95.99	114.85	136.77
其它	-23,845	-18,854	0	0	0	估值					
筹资活动现金流	1,672	13,647	-12,779	-16,243	-20,144	P/E	50.59	39.03	31.91	25.81	21.12
汇率变动	1,085	-6,004	0	0	0	P/B	9.77	6.16	5.18	4.33	3.63
现金净增加额	34,092	25,811	81,673	110,612	154,372	P/S	12.65	9.94	8.05	6.65	5.68

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。