



视频号迎来规模化变现，重磅游戏储备上线预期增强，业绩拐点渐近

—腾讯控股（00700.HK）投资价值分析报告

核心观点

视频号下半年将迎来规模化变现：随着7月视频号宣布接入信息流广告，庞大的短视频流量池即将迎来规模化变现。我们认为视频号收入增长情况将更快地突破微信朋友圈广告收入的历史业绩表现，成为公司重要的增量收入来源，预计2023M6视频号信息流广告业务将达10亿元量级。

公司广告业务拥有广阔发掘空间，业务拐点将近：公司目前对广告收入的依赖度还相对较小，用户使用腾讯相关APP时长占国内APP使用总时长的35%，对应的在线广告收入份额仅为11%。2022H1，公司广告业务受到了监管投放限制，疫情反复，游戏版号停发等多重不利因素的影响下，我们认为广告业务拐点将近。

游戏行业集中度趋于提高，重磅游戏储备上线预期增强：游戏行业监管趋严，推动行业集中度提高，头部企业议价能力将不断提升。腾讯代理的《地下城与勇士》端游位列全球游戏累计收入第一，这款经典的横版格斗动作类游戏绝大部分收入来自国内，拥有着广泛的端游玩家基础。随着版号的恢复发放和韩国产品的陆续解禁，我们估计公司储备的《地下城与勇士》手游上线确定性将加强，前期月流水预计将达到10亿元以上的量级。同时，年底即将出海的《王者荣耀》国际版也有望带来可观收入增量。

盈利预测：我们预计公司2022/23/24年营业收入分别为5,704/6,422/7,252亿元，YOY分别为2%/13%/13%。Non-IFRS归母净利润分别为1,144/1,415/1,647亿元，YOY分别为-8%/24%/16%。

核心业绩数据预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	482,064	560,118	570,423	642,188	725,206
YOY		16%	2%	13%	13%
Non-IFRS归母净利润（百万元）	122,742	123,788	114,433	141,544	164,657
YOY		1%	-8%	24%	16%
摊薄EPS(元/股)	12.69	12.70	11.86	14.66	17.03
PE	19.29	19.27	20.63	16.70	14.37

风险提示：监管不确定性，疫情反复风险，视频号广告业务不及预期，游戏上线不及预期

公司深度报告

华通证券研究部

TMT行业组

SFC : AAK004

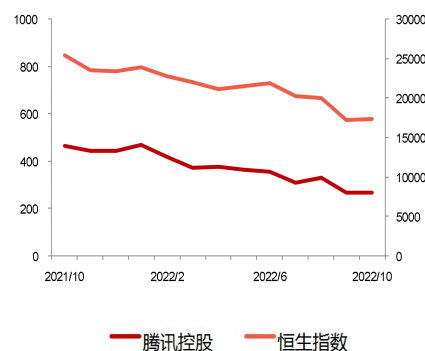
Email : yjb@huatongzq.com

主要数据

2022.10.7.

收盘价(港元)	270.60
一年内最低/最高(港元)	515/259.4
总市值(亿港元)	25,966.62
ROE(TTM)	27.88
PE(TTM)	18.34

股价相关走势



内容目录

1.产业链分析	5
1.1.游戏产业链分析	5
1.1.1.游戏产业链产业链图谱	5
1.1.2.游戏产业链价值分配情况分析	5
1.1.3.游戏产业规模情况分析	5
1.1.4.游戏行业竞争格局分析	6
1.1.5.公司在游戏产业链中地位分析	7
1.2.短视频产业链分析	8
1.2.1.短视频产业链图谱	8
1.2.2.短视频产业链价值分配情况分析	9
1.2.3.短视频产业规模情况分析	9
1.2.4.短视频行业竞争格局分析	10
1.2.5.公司在短视频产业链中的地位分析	10
2.公司商业模式分析	10
2.1.公司主营业务情况分析 & 展望	10
2.1.1.增值服务板块：游戏和社交网络服务业务保持稳定	12
2.1.2.线上广告板块：拐点将近，视频号另将提供可观增量收入	23
2.1.4.金融科技与企业服务板块：支付业务稳步回升，云服务转变打法	25
2.2.公司盈利模式分析	29
2.2.1.以社交为核心，构筑数字生态系统闭环，沉淀目标客户实现流量变现	29
2.2.2.通过对外投资不断扩大公司业务版图，获取丰厚回报	30
2.3.公司商业模式的可替代性分析	32
3.公司竞争优势分析	33
3.1.社交基因优势成就流量王者	33
3.2.销售推广成本优势	33
4.前瞻性财务分析	34
4.1.随着业务优化措施的收益释放，下半年 EPS 预计重回上升通道	34
4.2.毛利率稳定，环比已开始回升	35
4.3.销售费用率同比下降，管理费用率下半年预计将得到优化	35
4.4.净利率表现仍将维持高水平	35
4.5.ROE 呈现逐年下滑趋势，下半年有望企稳回升	36
5.公司未来成长故事	36
5.1.广告业务拐点将至，并拥有广阔发掘空间	36
5.2.内容成本优化，腾讯视频自我造血能力有望得到改善	37
5.3.游戏行业监管趋严，推动行业集中度提高，头部企业议价能力将不断提升	37
5.4.储备游戏《地下城与勇士》手游将成为王炸产品	38
5.5.视频号将进入规模商业化变现期	38
6.公司未来 3 年业绩预测	40
6.1.Wind 一致业绩预测	40
6.2.我们对于公司的业绩预测	41
6.2.1.增值服务业务板块未来三年预测	41
6.2.2.线上广告业务板块未来三年预测	41



6.2.3.金融科技及企业服务业务板块未来三年预测	41
6.2.4.公司整体业绩预测	42
7.估值定价分析	42
7.1.相对估值模型定价分析	42
7.2.绝对估值模型定价分析	43

图表目录

图 1: 游戏产业链主要构成部分	5
图 3: 短视频产业链主要构成部分	8
图 4: 2016-2023 年中国短视频市场规模	9
图 5: 腾讯以社交为核心, 高用户参与度的主要业务构成情况	11
图 6: 近 3 年收入构成变动情况	11
图 7: 《英雄联盟电竞经理》创模拟类游戏收入记录	13
图 8: 储备游戏中的王炸产品《地下城与勇士》手游	13
图 9: 斩获 4 座艾美奖杯的游戏 IP 改编标杆《双城之战》	15
图 10: 拥抱合作, Level Infinite 作为发行方的《幻塔》进入海外二次元游戏市场	16
图 11: 近 3 年公司收费增值服务账户变动趋势图	18
图 12: 腾讯视频多部待播剧值得关注	19
图 13: 腾讯音乐付费会员比例变动趋势图	20
图 14: 2020M6-2022M12 视频号 DAU 变动趋势图	22
图 15: 视频号连接公域与私域, 已验证路径助力商家打造增长飞轮	23
图 16: 2021 年互联网 TOP10 公司广告收入占比情况	23
图 17: 第三方移动支付市场形成双寡头格局	26
图 18: 国内、全球云服务产品结构对比	27
图 19: 2022 年 1-7 月云服务投融资情况	27
图 20: 新版本云解决方案 TDSQL-C 产品架构	28
图 21: 近 3 年两大核心社交通信产品 MAU 变动趋势	29
图 22: 以社交通信产品为核心, 完善的消费者数字生态系统闭环	30
图 23: 公司近 5 年对外投资规模快速增长	30
图 24: 公司投资企业行业分布情况	32
图 25: 公司销售费用率显著优于可比互联网企业	33
图 26: 公司五年一期 Non-IFRS 摊薄 EPS 变动情况	35
图 27: 公司五年一期主要财务指标变动情况	36
图 28: Wind 一致投资评级及 EPS 预测情况	40
表 1: 公司目前国内游戏主要储备情况	13
表 2: Level Infinite 2022Q2 报告期后发行计划安排情况	17
表 3: 2020M6 视频号广告业务收入测算	39
表 4: Wind 一致预测关键指标	40
表 5: 2022-2024 年业绩与估值预测	42



表 6: DCF + 對外投資企業估值測算	43
表 7: DCF 估值模型敏感性分析	43

1. 产业链分析

1.1. 游戏产业链分析

1.1.1. 游戏产业链产业链图谱

游戏产业链可划分为研发、运营、渠道三个环节，其中：研发方负责游戏设计与开发；运营方负责游戏的发行、营销推广和日常运营；分发渠道方则负责为终端用户提供游戏的下载渠道。

图 1：游戏产业链主要构成部分



资料来源：艾瑞咨询，华通证券研究部

1.1.2. 游戏产业链价值分配情况分析

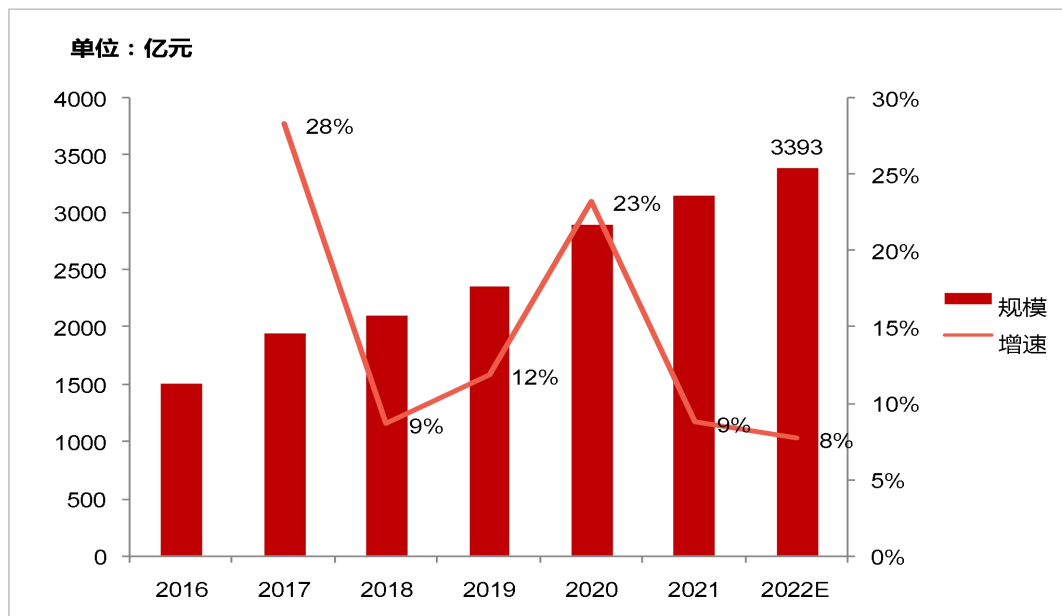
由于游戏分发渠道方数量相对较少，集中度高，所以渠道方议价能力较强，在整个产业链流水分成中占据主要部分，一般在 50%左右；游戏研发方和运营方流水分成比例大致相当，约为 25%。

1.1.3. 游戏产业规模情况分析

根据弗若斯特沙利文数据显示，中国游戏市场已成为全球最大的游戏市场，2021 年国内网络游戏的市场规模为 3,151 亿元。近年来，在主要的移动端游戏市场，国内移动端渗透率已经超过了 60%，用户增速明显放缓，2020 年主要是由于疫情原因增速较快。未来在市场尚未出现颠覆性现象级新游戏类型之前，预计国

内游戏产业规模个位数的年增长率还将持续。

图 2：2016-2022 年中国网络游戏市场规模趋势图



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券研究部

1.1.4. 游戏行业竞争格局分析

1.1.4.1. 游戏行业政策

近年来，国内游戏行业监管呈现趋严的态势。2022 年 10 月《中华人民共和国未成年人保护法》修订，新增“网络保护”章节，对保护未成年人在互联网上的利益作出了防沉迷、时长管理、实名认证、开放限制等一系列规定。2021 年 8 月，新闻出版总署发布《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，规定所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时网络游戏服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。同时，游戏版号审批的不确定性风险也在升高。2018 年，游戏版号曾停发 8 个月；2021 年 7 月，游戏版号再度停发 8 个多月。

监管趋严加速了现金流较少，抗风险能力较弱的中小游戏公司退出，2021 年版号停发仅半年时间内就有约 1.4 万家游戏公司注销，甚至有多家之后获得版号的游戏公司没能熬过寒冬，已经进行了业务转型调整或注销。大型游戏企业面对监管的趋严形势，也在积极采取应对措辞，游戏出海快速发展。

1.1.4.2. 游戏行业集中度提升

近年来，头部游戏企业由于拥有资金和资源优势，同时随着中小游戏公司的加速退出，使得行业集中度提升的趋势愈发明显。2021年，从游戏业务收入占比来看，腾讯的市场份额达51%，网易的市场份额为18%，二者合计市场份额近70%，已形成了国内游戏行业的双寡头格局。

1.1.4.3. 游戏行业进入壁垒

1.1.4.3.1. 游戏行业具有一定规模效应，对资金、人员要求不断提高

游戏行业在研发、运营环节的项目管理经验往往可以通过积累，形成规模效应。大型游戏企业可以通过开发流程、岗位管理、运营策划的不断总结优化迭代，形成成本和效率上的竞争优势。

同时，游戏研发对资金、人员的要求也在不断提高。如米哈游推出的爆款二次元游戏《原神》由300多人团队历时3年多开发，投入约1亿美元开发成本。游戏研发精品化趋势利好资金实力雄厚，研发能力强大的头部企业。

1.1.4.3.2. 游戏行业分销渠道构成强大壁垒

我国游戏分发渠道方主要为品牌手机方的硬件应用商店和第三方应用商店。由于上述渠道方数量相对较少，并拥有大量的用户资源，在游戏的能否成功发行中起着决定性的作用，形成强大壁垒。

1.1.5. 公司在游戏产业链中地位分析

1.1.5.1. 公司的行业地位

公司是游戏行业中为数不多的拥有全产业链布局的企业，2021年，腾讯国内游戏市场占有率为51%，行业龙头地位稳固。研发方面，公司下设四大工作室并投资了多家海外知名3A游戏工作室；运营方面，公司拥有国内外两大产品发行线；渠道方面，腾讯应用宝为国内手机安卓系统中最大的第三方应用商店。

1.1.5.2. 公司议价能力强

在渠道为王的行业，公司拥有安卓系统最大的第三渠道资源，并具有微信、

QQ 等社交软件引流的优势，使得公司在与外部游戏研发商合作中，往往能够处于比较强势的地位，分成比例一般能达到 50%，即使在《原神》等一些热门游戏中，也能获得 30%以上的分成。

公司对下游玩家的议价能力也较强，特别是《王者荣耀》、《和平精英》等头部游戏。由于具备广大的游戏玩家基础，公司成熟的运营能力能使游戏保持新鲜感，用户体验度高，用户粘性较强，其他同类竞品游戏可替代性低，使得公司下游议价能力较高。

1.2.短视频产业链分析

1.2.1.短视频产业链图谱

短视频内容生产方对素材进行整理、剪辑后，通过各大内容平台进行视频分发，广告主、电商等合作方通过与内容生产者合作进行植入式原创视频内容广告创作，或者直接通过内容分发平台购买信息流广告位。同时，短视频平台还具有直播和带货功能，用户能通过短视频平台进行商品购买、主播打赏和内容付费。

图 3：短视频产业链主要构成部分



资料来源：艾瑞咨询，华通证券研究部

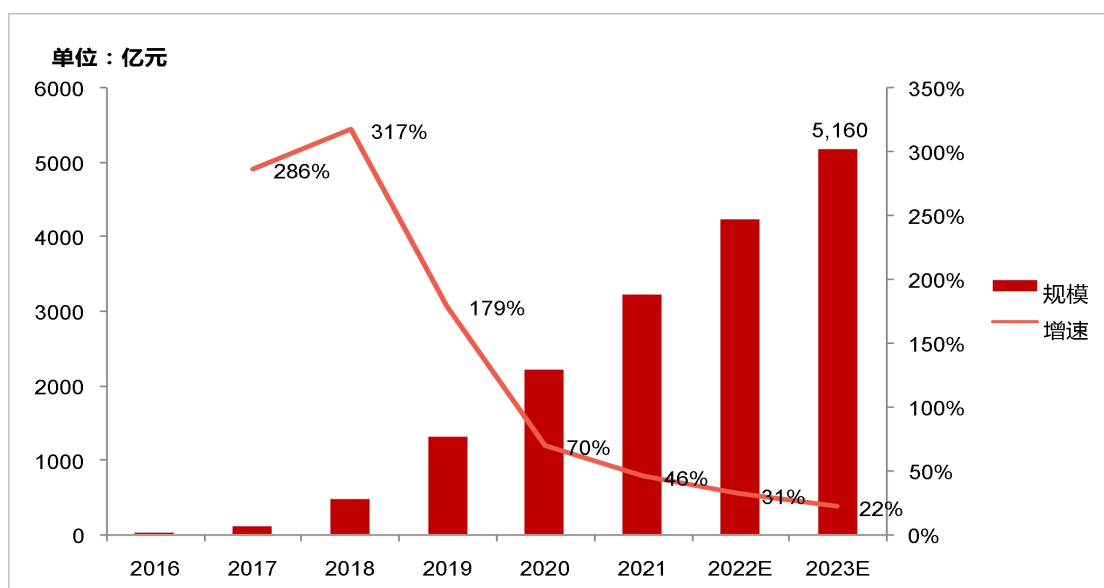
1.2.2.短视频产业链价值分配情况分析

在整个短视频产业链中，内容分发平台处于强势地位，其集中度最高，并掌控着内容分发与流量分配，在产业链价值分配中占主要部分，分发平台信息流广告仍然是短视频产业主要的变现模式，根据 Quest Mobile 数据显示，2020 年广告市场规模占整体短视频市场规模的六成。内容生产方收益则来源于与广告主、电商合作和平台广告的收益一定比例分成。秀场直播方面，打赏收入直播平台占比一般达 70%，主播分成 30%。直播带货方面，主播获得产品发布费（俗称“坑位费”）和一般在销售金额 10%~30%之间的销售佣金，直播平台参与销售佣金分成。

1.2.3.短视频产业规模情况分析

短视频行业经历了 2016-2019 年的爆发期，目前仍然处于快速增长阶段，2022 年预计整体行业规模为 4,230 亿元，同比增速达 31.4%。同时，根据 CNNIC 数据显示，2021 年短视频用户规模为 9.34 亿，互联网用户渗透率已经高达 90.5%，人口红利即将见顶。我们预计未来短视频行业规模随着商业化变现的加速仍然将维持高增长，但增速将逐渐减缓。

图 4：2016-2023 年中国短视频市场规模



资料来源：Quest Mobile，华通证券研究部

1.2.4. 短视频行业竞争格局分析

从目前行业竞争格局来看，短视频平台端集中度高，随着微信视频号的后发崛起，已经形成了抖音、快手和视频号三分天下的格局。头部平台拥有丰富的 KOL 资源，优质的短视频内容供给以及高效精准的视频推荐算法，其他中小平台企业和新进入企业难以在头部公司牢固的护城河下抢占其市场份额。

1.2.5. 公司在短视频产业链中的地位分析

1.2.5.1. 公司的行业地位

作为后发入场的视频号，凭借微信所具有的庞大流量优势，自 2020 年内测以来，快速崛起。根据视灯数据显示，2021 年视频号 DAU 为 5 亿，仅次于抖音，排名行业第二，已经远超快手 3.2 亿的 DAU。在用户人均每日使用时长上，视频号使用时长为 35 分钟，与抖音、快手超 100 分钟的使用时长还存在着一定差距。

1.2.5.2. 公司具备特有社交生态优势，议价能力强

在短视频广告业务方面，视频号具备特有的微信完善社交生态，在连接私域方面有着不可比拟的优势，可以帮助商家不断积累自己的客户，并通过微信社交使商家能与用户深度互动，建立更为长久的关系，从而实现更高的复购率。我们认为相较于其他短视频平台，公司的对广告客户的议价能力更高。

2. 公司商业模式分析

2.1. 公司主营业务情况分析 & 展望

腾讯公司总部位于中国深圳，是一家世界领先的互联网科技公司，公司成立于 1998 年，于 2004 年在香港联合交易所上市。公司以微信和 QQ 为核心的通信和社交服务连接全球逾 10 亿人，帮助用户与亲友联系，畅享便捷的出行、支付和娱乐生活；发行多款风靡全球的电子游戏及其他优质数字内容，为全球用户带来丰富的互动娱乐体验；公司还提供云计算、广告、金融科技等一系列企业服务，支持合作伙伴实现数字化转型，促进业务发展。

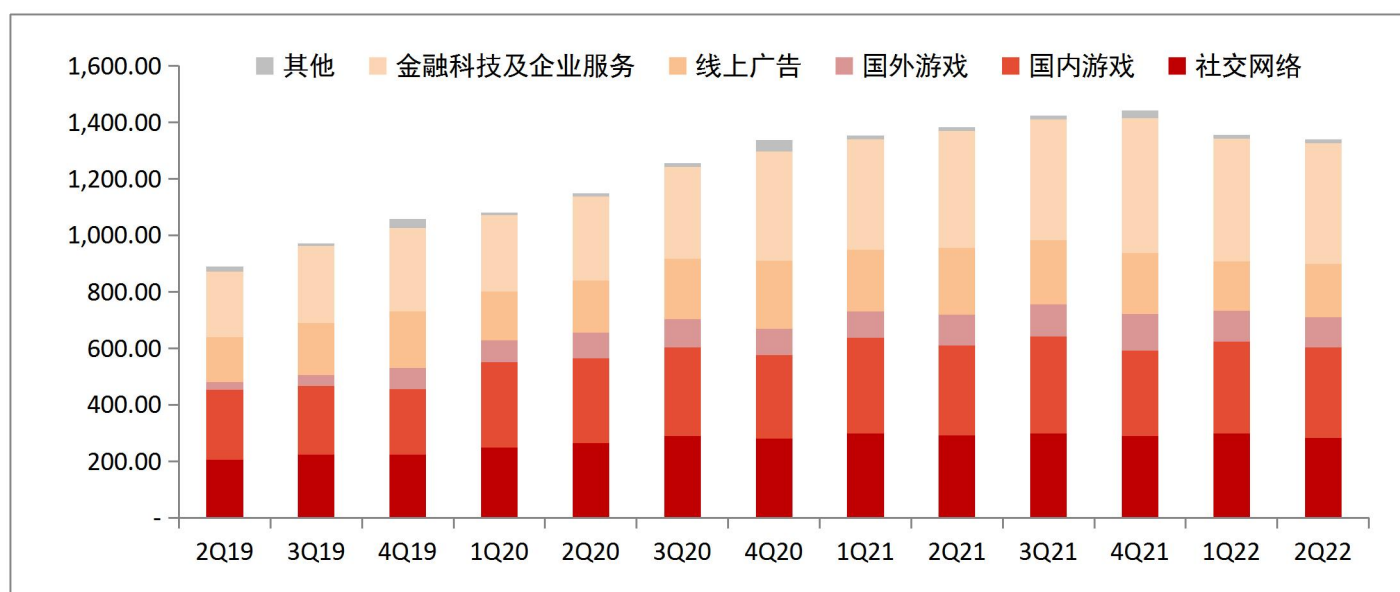
图 5：腾讯以社交为核心，高用户参与度的主要业务构成情况



资料来源：公司官网，华通证券研究部

从财报披露上看，公司将收入分成了三大主要板块：(1).增值服务板块，含社交网络、国内及海外游戏业务；(2).线上广告板块；(3).金融科技及企业服务板块。2022Q2 公司各大板块对应收入占比分别为：53.51%、13.88%和 31.49%，近年来，金融科技及企业服务板块业务收入占比在逐渐提高。

图 6：近 3 年收入构成变动情况



资料来源：公司公告，华通证券研究部

2.1.1.1. 增值服务板块：游戏和社交网络服务业务保持稳定

2.1.1.1.1. 国内游戏业务：现金牛产品提供稳固基础盘，储备产品有望爆发

近年来，公司手游收入在国内游戏收入中的占比快速上升，凭借手游较强的社交属性以及微信、QQ 的庞大流量优势，《王者荣耀》与《和平精英》两款手游已成为国内游戏行业市场的中坚力量，两款游戏的收入流水和用户在线时长常年位居国内手游排名的前两位，为公司的游戏收入提供了稳固的基础盘。

同时，通过前期高质量重度 PC 端游戏研发、投资和代理布局，也使得公司能够更多地洞察和获取到端游转手游的机会，特别是端游大 IP 移植为手游后，往往能实现快速高效的收入转化率。2021 年 10 月，公司《英雄联盟》手游版本开启公测当天随即便刷爆微信朋友圈，成为当年现象级手游，玩家在线时长 2022Q2 排名国内游戏第 6。2021 年底，公司又相继发布了《英雄联盟》衍生自动战斗品类手游《金铲铲之战》，玩家在线时长 2022Q2 攀升至全行业第四名，我们预计这两款游戏开启长线运营的确定性将大幅提升。

2022Q2，腾讯公司新发布游戏中期待值较高的游戏较少，使得收入同比略微下降 1.10%。在 Q2 报告期后，随着多款重量级新游陆续上架，其贡献增量收入的确定性增强。2022M7，腾讯发行硬核射击类手游《暗区突围》，该游戏在 7 月玩家在线时长排名中位列第 8。同月，公司发布了《英雄联盟》衍生手游《英雄联盟电竞经理》，进入管理模拟类手游市场，电竞经理在游戏模式上将粉丝经济、卡牌收集和电竞赛事文化三者进行了巧妙融合，实现了对《英雄联盟》电竞粉丝的精准获取和货币变现。电竞经理上线当天即登顶各大平台免费榜榜首，短短 2 个多月，已成为了迄今为止收入最高的模拟类游戏。根据 Sensor Tower 数据显示，7 月《英雄联盟电竞经理》上线短短 12 天仅 ISO 渠道就录得预估 1.6 亿元流水。随着 9 月末英雄联盟 S12 全球总决赛的开启和游戏内相应版本推出的赛游联动，叠加国庆长假效应，我们预计该游戏热度将会在赛事开展期间持续。根据伽马数据显示，2022 年 8 月手机游戏流水测算前 10 名中，《英雄联盟电竞经理》新增入榜，TOP10 流水排名中公司发布游戏已增至 6 席。

图 7: 《英雄联盟电竞经理》创模拟类游戏收入记录



资料来源: 游戏官网, 华通证券研究部

公司目前的游戏储备丰富, 其中: 建议关注《地下城与勇士》手游的上线时间, 目前该游戏已经在韩国正式开展公测, 国内处于上线延期中, 我们预计其一旦上线其必将引发一股现象级热潮, 前期月流水预计将达到 10 亿元以上的量级, 将成为公司的又一爆款长生命周期现金牛手游产品。

表 1: 公司目前国内游戏主要储备情况

产品名称	预计上线时间	品类	自研/代理	版号
黎明觉醒	2022	生存	自研	有
地下城与勇士 M	上线延期中	动作	代理	否
金属对决	2022	格斗	自研	有
阿凡达: 重返潘多拉	尚未确定	射击	代理	否
奇奥英雄传	2022	卡牌	代理	有
艾兰岛	尚未确定	沙盒	代理	有
从前有座灵剑山	尚未确定	角色扮演	自研	有
重生边缘	尚未确定	射击	自研	无
新信长之野望	尚未确定	沙盘	自研	无
大航海时代: 海上霸主	尚未确定	SLG	代理	否
我们的星球	尚未确定	SLG	代理	否
手工星球	2022	MMO	自研	否

资料来源: TapTap, 各游戏官网, 华通证券研究部

图 8: 储备游戏中的王炸产品《地下城与勇士》手游



资料来源：游戏官网，华通证券研究部

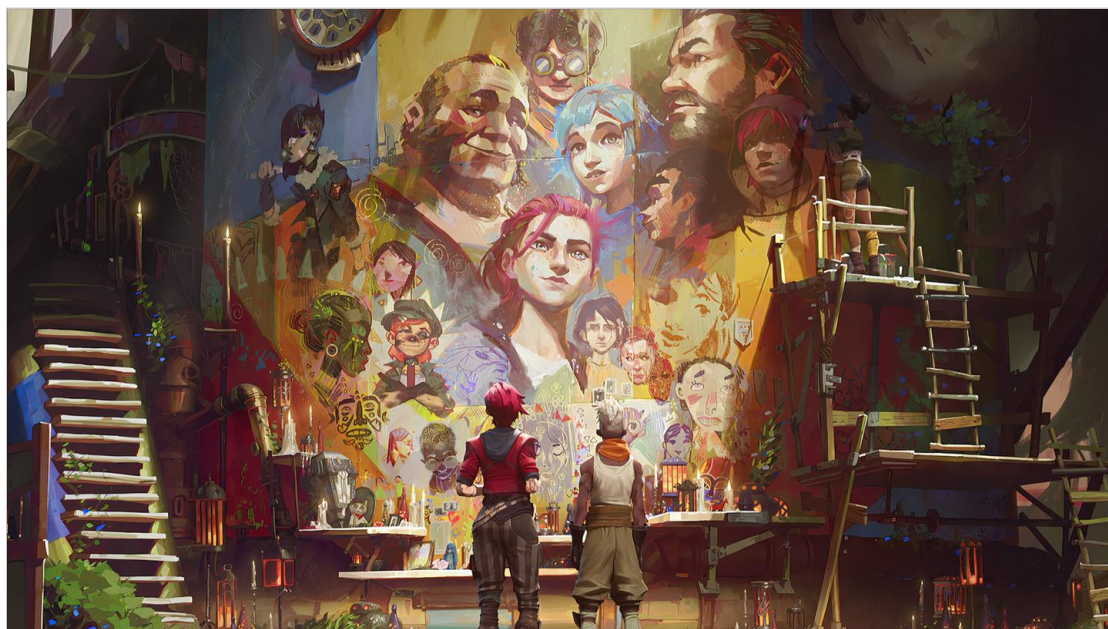
2.1.1.2.海外游戏业务：投资不断加码下，收入近年来快速增长

受国内游戏行业监管政策不确定性较大的影响，腾讯公司对于海外游戏业务重视程度较高，仍在不断加大海外游戏业务的拓展和投入，我们需要把目光更多地聚焦在海外游戏方面。近 3 年来，海外游戏业务已成为了公司游戏板块收入中增长最为迅速的部分。复盘公司历史，腾讯公司通过敏锐的观察力，成功捕捉多次投资机，收购多家海外著名游戏公司，形成了公司多款长线运营的海外核心游戏产品，为公司提供了稳定的海外游戏现金流。

2011 年，公司实现了对美国的知名游戏开发商拳头公司的控股，而拳头公司所开发的游戏《英雄联盟》极大地促进了电子竞技的发展，成为了一款经久不衰的现象级 MOBA 游戏。凭借其出色的游戏体验、引人入胜的游戏模式、团队对战战术、优质的线性内容连锁，其长线运营能力强劲，在发售 12 余年后，目前 MAU 排名仍然在全球 PC 游戏中位列前三。2021 年，英雄联盟 S11 全球总决赛吸引了创纪录的 7400 万同时在线全球观众，巩固了其作为世界范围内最受欢迎和最高产值的电子竞技锦标赛的领先地位。同年，以英雄联盟的故事设定和角色为基础，拳头公司发布了动画剧集《双城之战》，该剧集在发布后的一周内便登上 Netflix 的英语电视剧收视率榜首。2022 年，在第 74 届艾美奖评选中，《双城之战》一举斩获 4 座艾美奖杯，被众多玩家们称赞为“史一动”，为高质量游

戏 IP 改编影视作品树立了标杆，其剧集中文主题曲《孤勇者》更是成为了家喻户晓的儿歌。拳头出品，在众多玩家眼中已经成为了品质的代名词。

图 9：斩获 4 座艾美奖杯的游戏 IP 改编标杆《双城之战》



资料来源：游戏官网，华通证券研究部

同时，拳头公司于 2020 年 6 月发布的第一人称射击游戏《Valorant》，通过区别于其他射击类游戏的创新玩法，游戏口碑不断提升，海外玩家数也在持续稳健增长。2022Q2 录得 MAU 和收入的双双新高，在 Twitch 竞争激烈的射击类游戏排名中位列第一。《Valorant》已经成为了 2020 年以来全球最为成功 PC 端游戏，我们认为该游戏未来将能持续增厚公司的海外游戏流水收入。

2019 年 10 月，腾讯公司宣布增持 Supercell 股权并完成控股。Supercell 为芬兰移动游戏巨头，是全球最大的独立手游开发商之一，拥有《部落冲突》、《卡通农场》、《海岛奇兵》、《皇室战争》和《荒野乱斗》等多款全球热门游戏。在过去 11 年中，虽然公司仅仅发行了上述 5 款游戏，但各款游戏总收入均全部跻身 10 亿美元俱乐部。公司推出游戏之所以如此成功，“cell”是核心要义，小规模化的开发团队，精简所有不必要的管理机制。Supercell 员工可以自由组建队伍去实现想法，并要决定自己所设计产品的命运。因 Supercell 每款游戏的开发都

非常严谨慎重，公司走少而精路线，其正式发布后产品成为爆款的确切性较高，后续建议关注公司目前内测中的三款游戏的上线进展情况，其分别是《部落战线》、《皇室奇兵》和《部落传说》。

在近期海外游戏公司收购方面，2022年6月，丹麦手游研发商 Sybo 正式宣布，腾讯全资子公司 Miniclip 已同意完成对 Sybo 的收购。Sybo 公司所拥有的《Subway Surfers》游戏是过去十年来全球下载量最高的手机游戏，累计下载量已超过 30 亿次，作为休闲类手游的常青树，该游戏热度仍然保持良好。此次收购将为 Miniclip 带来巨大流量，预计公司 DAU 能够增加 3000 万，达到合计 DAU7000 万，使得 Miniclip 跃升为全球 DAU 最大的游戏开发商之一。

2021年12月，腾讯成立新的发行子公司 Level Infinite，该子公司面向全球玩家不仅发行腾讯多个全球领先工作室自研游戏也发行第三方的游戏作品，海外发行公司的成立将进一步拓展公司海外游戏的全产业链布局，成为腾讯在海外市场打破合作边界、拥抱合作，并统筹各方资源的核心布局。2022Q2 报告期后，《幻塔》的海外版发行就是一次拥抱合作的很好尝试。《幻塔》海外版由完美世界旗下工作室开发，Level Infinite 作为发行方凭借其强大的市场调研能力，将北美和日本市场作为广告投放的重点区域，不仅在 Twitter 社交平台上高强度进行联动整活，线下也在日本秋叶原、涉谷等地投放了大量游戏广告。在 Level Infinite 的精准定位营销等发行策略加持下，《幻塔》海外版迅速登顶美、日等近 40 个国家和地区 iOS 免费榜。根据 Sensor Tower 数据显示，2022M8，在中国手游出海收入排名中《幻塔》海外版位列第五，首月业绩表现不俗。《幻塔》海外版未来将在米哈游几乎没有竞争对手的海外二次元游戏市场上与其展开正面对抗，我们看好该二次元游戏未来的业绩表现。

图 10：拥抱合作，Level Infinite 作为发行方的《幻塔》进入海外二次元游戏市场



资料来源：游戏官网，华通证券研究部

在海外游戏收入方面，2022Q2 为 107 亿元，同比下降 1.40%，主要原因是海外手游用户在 COVID 疫情进入常规化防疫阶段后游戏支出的正常化，但该消费习惯的变化目前来看对收入的影响较小。

2022Q2 报告期后，Level Infinite 已发行或即将发行多款腾讯海外工作室自研游戏及第三方游戏，其中：预计 2022 年底前发布的《Honor of Kings》，标志着国内手游王牌产品《王者荣耀》正式宣告出海，我们认为随着接下来多款重度游戏的陆续上线将为公司海外游戏收入带来持续可观增量。

表 2：Level Infinite 2022Q2 报告期后发行计划安排情况

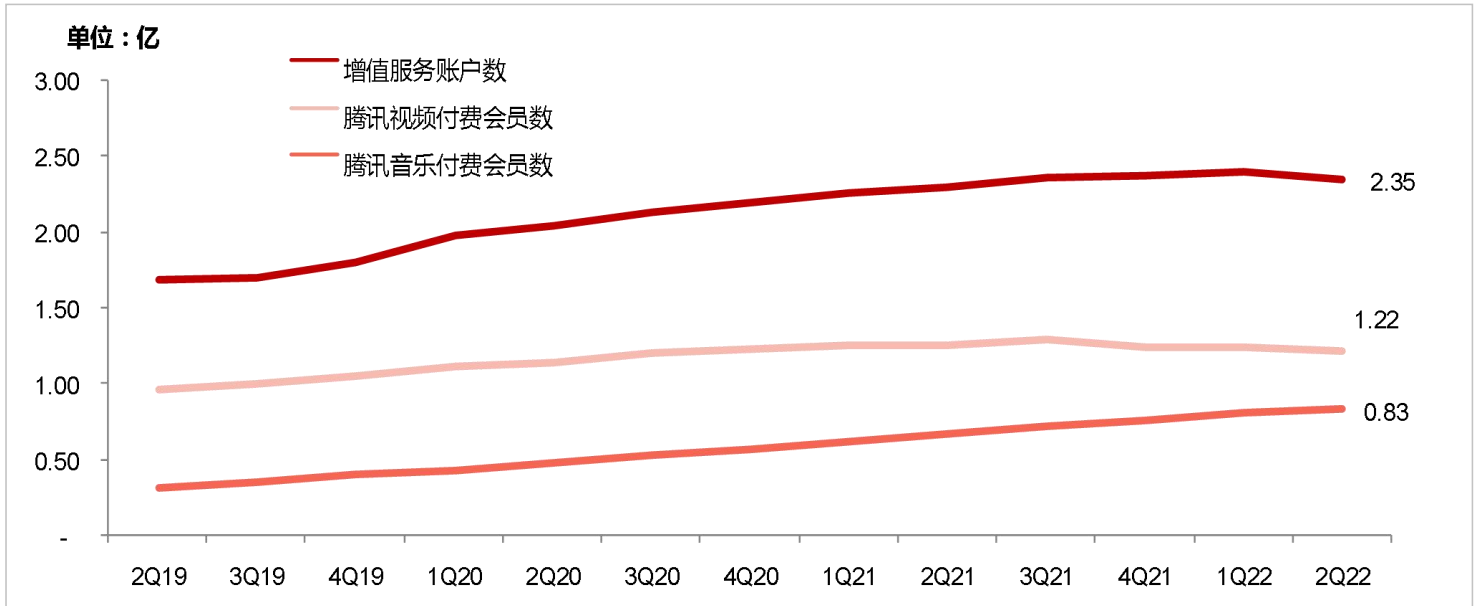
名称	品类	发售平台	预计发布时间	自研/第三方	研发商
Metal: Hellsinger	Rhythm Shooter	PS5, Xbox, PC	2022-9-15	自研	The Outsiders
Warhammer 40,000: Darktide	Action, Adventure	Xbox, PC	2022-11-30	参股第三方	Fatshark
Tower of Fantasy	Action, Roleplaying	PC, 手机	2022-8-10	第三方	Hotta Studio
Dune: Awakening	Open World Survival MMO	PC, PS5, Xbox	待宣布	自研	Funcom
Honor of Kings	MOBA	手机	2022年底前	自研	TiMi Studio Group
ALARA Prime	Action, Free to Play	Steam	2023年	第三方	Fall Damage
Nightingale	Action, Adventure	Steam	Q4, 2022	自研	Inflexion Games
SYNCED	Shooter	PC	2023年	自研	NExT Studios
Don't Starve: Newhome	Action, Adventure	手机	待宣布	第三方	Shengqu Games

资料来源：Level Infinite 官网，华通证券研究部

2.1.1.3. 社交网络服务板块：整体付费账户数稳中有升

截至 2022Q2，公司收费增值服务账户数为 2.35 亿，同比增长 2.31%，环比有所下降 1.84%。2022Q2 社交网络总体收入为 22 亿元，同比增长 0.69%，环比略升 0.34%，增量主要来自于视频号直播服务收入以及腾讯视频订阅收入同比增长。

图 11：近 3 年公司收费增值服务账户变动趋势图



资料来源：公司公告，华通证券研究部

2.1.1.3.1 腾讯视频：自制内容精品不断，内容成本有望持续优化

腾讯视频凭借丰富、优质的采购和自制视频内容，以及强大的流量引导推广优势，公司在国内三大在线视频平台移动端表现上已取得明显优势。根据 Quest Mobile 数据显示，截至 2022Q2，腾讯视频移动端 DAU 领先第二名超 20%。

腾讯视频付费会员数 2022Q2 达 1.22 亿，同比下降 2.40%，环比略微下降 1.61%，降幅在逐渐收窄。其原因主要为公司减少了原视频订阅的折扣，导致付费订阅有所下降。在 4 月 20 日公司的视频 VIP 会员价格调整中，价格上调在 5 元至 20 元之间，涨幅在 2%至 25%之间。总体来看，视频付费用户对于价格的敏感性不高，订阅量下降幅度小于价格上涨幅度，视频订阅收入实现了同比增长，同时也提高了视频业务的 ARPU。

在保持在线视频业务行业领先地位的同时，腾讯视频也在进一步优化成本结构，减少视频业务亏损。优化成本具体措施有：(1).吸引更多的内容创作者，减少内容采购支出。(2).优化与服务相关的带宽和服务器利用率，从而降低每个视频观看的单位成本。(3).在内容采购上，从走量阶段进入重质阶段，走精品化路线。同时，内容采购分账合作模式也正在被越来越多的内容创作者所接受，相比一刀切的版权购买，分账模式能够更好地控制成本，同时也使得创作者以更加直接的方式面向用户，进一步推动内容制作品质的提高。广电总局 2022 年初发布的《“十四五”中国电视剧发展规划》再次对演员片酬在内的收入分配秩序进行了规范，要求严格执行每部电视剧全部演员总片酬不得超过制作总成本 40%，主要演员片酬不得超过演员总片酬 70%的制作成本配置比例规定。

综合以上情况，我们认为腾讯视频的运营和内容成本有望进一步得到优化，有利于平台的自我造血尽早实现，推动长视频业务的良性发展，同时也有利于推动长视频内容质量的进一步提高。

公司在自制内容方面，近年来已涌现出多个口碑作品。自制出品综艺方面，拥有已经形成品牌效应的“吐槽大会”、“脱口秀大会”和“心动”等多个综艺系列；自制剧集方面，2022 上半年已连续打造出《雪中悍刀行》、《开端》和《梦华录》等多部爆款剧集，其中：《梦华录》播放量位居 6 月国内全网播放量首位。而在腾讯视频待播剧中也有多部预期热播大剧，如：肖战、任敏领衔主演的古装剧《玉骨遥》；备受科幻迷关注的《三体》将和 Netflix 版展开正面较量。在《三体》官方微博发布电视剧预告的当天，国内三体概念上市公司游族网络随即应声涨停，可见市场对于其该部剧集的预期程度之高。而《三体》剧集的硬核科幻概念，使得其观看用户特征将明显区别于以往视频用户画像，有望为公司带来可观的用户增量，我们认为视频订阅收入下半年保持增长的确性较高，建议关注腾讯待播剧集的后续表现。

图 12：腾讯视频多部待播剧值得关注

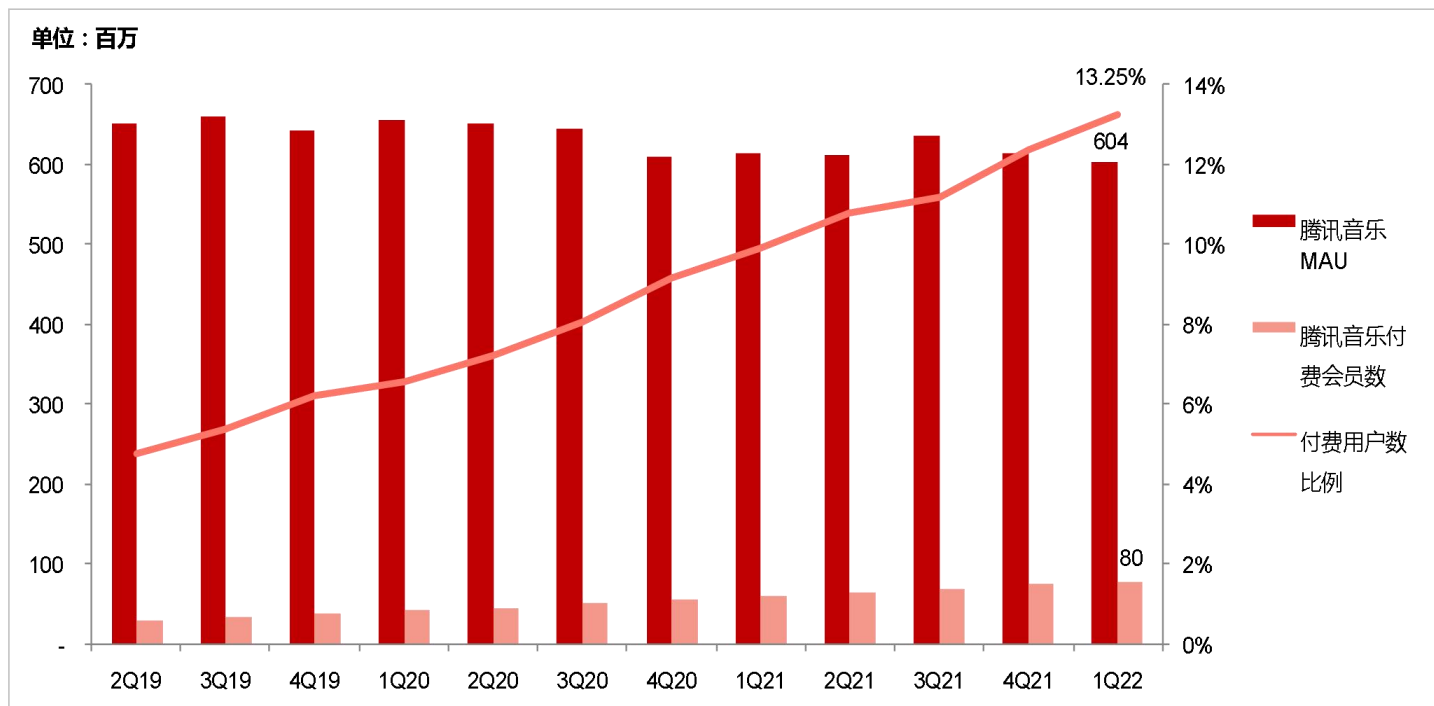


资料来源：腾讯视频，华通证券研究部

2.1.1.3.2. 腾讯音乐：用户付费意识不断增强，订阅收入增长强劲

在音乐内容服务方面，腾讯音乐凭借较其他音乐平台更为丰富的音乐资源，国内市场占有率遥遥领先，2020年公司市场占有率就已超7成。2022Q2，付费用户同比增长至8300万人，会员订阅收入为21亿元，同比增长达18%，付费率为13.25%，付费率处在快速提升阶段。随着N世代逐渐成为消费主力，国内用户内容付费的意识正在不断增强。而和国际音乐流媒体巨头Spotify同年43%的付费率相比，腾讯音乐付费用户收入仍然具有很大的提升空间。

图 13：腾讯音乐付费会员比例变动趋势图



资料来源：公司公告，华通证券研究部

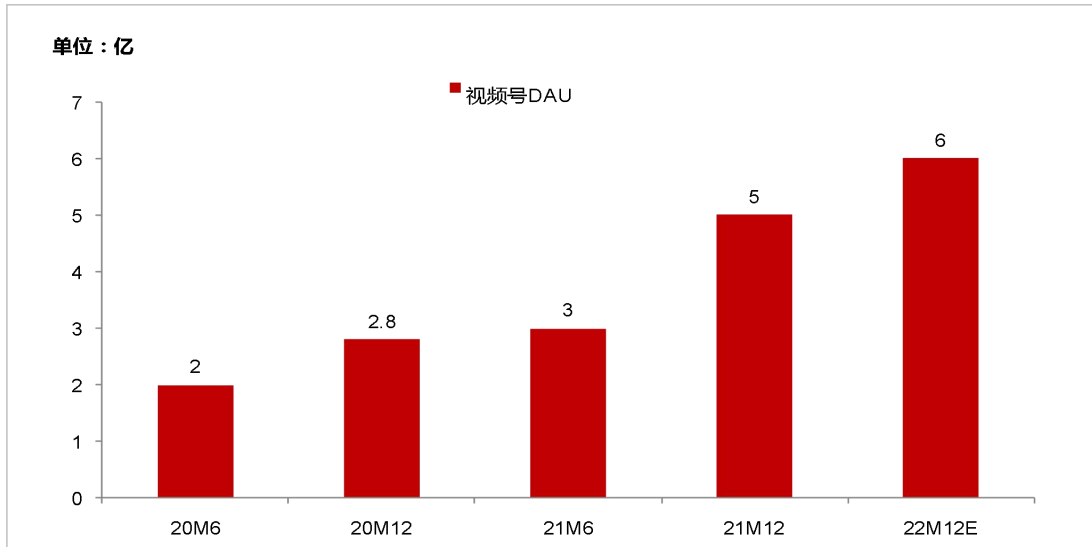
2022Q2 腾讯音乐整体收入为 69.05 亿元，同比下降 14%，主要原因为网络主播直播新规出台，直播监管政策趋严，5 月中央文明办等联合发布的《关于规范网络直播打赏 加强未成年人保护的意见》中要求：网站平台全部取消打赏榜单，禁止以打赏额度为唯一依据对网络主播排名、引流、推荐，禁止以打赏额度为标准对用户进行排名。我们预计腾讯音乐下半年直播业务收入仍将持续承压，后续关注公司业务模式调整和监管政策变化情况。

2.1.1.3.3.视频号业务拓展迅速，将迎来规模化变现

在公司社交网络业务板块中，我们需把目光更多地集中于公司正在快速增长的微信视频号业务领域。在 2022 年初微信公开课上，视频号业务就已作为公司业务的重中之重，开篇开讲。根据 Quest Mobile 数据显示，截止 2022Q2，视频号 MAU 已超 8 亿，以同期微信 MAU 计算，微信用户渗透率约为 62%，未来用户数仍有较大的增长空间。根据视灯数据显示，视频号 2021 年末 DAU 为 5 亿，2022 年末 DAU 有望突破 6 亿。微信用户在视频号模块中的参与度显著提升，总用户使用时长已超过朋友圈使用时长的 80%，视频号总播放量同比增长超 200%。超过 10 万赞的视频数量强劲增长，也印证了用户参与度的快速提升。同时，视频

号内容创作活跃度也在大幅增加，日活跃创作者数和日均视频上传量双双同比超 100%。

图 14：2020M6-2022M12 视频号 DAU 变动趋势图



资料来源：视灯数据，华通证券研究部

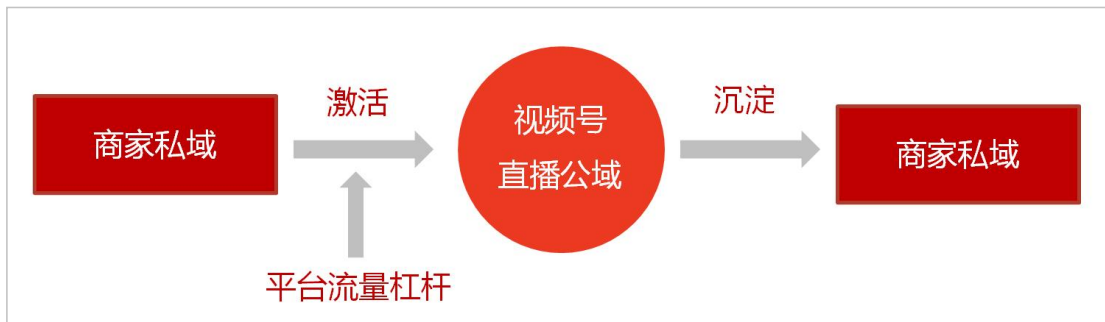
在短视频平台直播带货模式上，视频号已经通过验证。2020 年 9 月，视频号直播功能上线，10 月直播功能实现与微信小商店、公众号、朋友圈、小程序之间的互通，标志着直播带货的微信生态闭环形成。2021 年，视频号直播带货规模增长迅速，销售金额增长 15 倍。由于具有微信完善社交生态，视频号不同于其他短视频平台，在连接私域方面有着不可比拟的优势，可以帮助商家不断积累自己的客户，并通过此微信社交与用户深度互动，建立更为长久的关系，做到更好的客户留存，而不仅仅是一次性的交易。当年私域销售占比 50%，复购率达 60%。

而通过视频号快速迭代，创新形式直播业务也在快速探索。2022H1，视频号直播了 2022 央视春晚，观看人数高达 1.2 亿。同期，推出崔健、罗大佑、西城男孩等多场线上演唱会，赞助商冠名广告、打赏和带货等直播变现功能均在演唱会上得到验证。每场演唱会在线观看人数均在千万级别，验证演唱会商业化模式的可复制性的同时，也能较好地培养用户观看直播的习惯。而以上种种均为视频号商业化变现模式的尝试和探索，此时仍处于视频号货币化的早期发展阶

段。

而在 2022Q2 报告期后，MAU 已超 8 亿的视频号商业化开始了全面提速。7 月 18 日，视频号宣布首次接入信息流广告，这将会是视频号实现商业变现的巨大机会，具体内容我们会在“线上广告”章节另行具体介绍。7 月 21 日，微信“视频号小店”上线。在橱窗使用规则的公告中提到：未使用视频号橱窗功能的商家，自 2022 年 7 月 21 日起，仅支持注册视频号小店的商家使用视频号橱窗功能”。而从 2022 年 11 月 30 日起，微信小商店将无法接入视频号橱窗，存量商家需完成微信小商店的迁移，这标志着视频号进入了自建电商生态阶段，有利于平台对于商品质量、用户体验进行统一把控，提升平台整体变现盈利能力。随着同期推出的视频号直播商家激励计划，未来一年公司将通过流量扶持不少于 10 万个优质商家。我们预计下半年开始将进入视频号电商直播业务规模快速增长期，视频号在助力商家打造增长飞轮的同时，公司直播带货业务收入在电商规模成型后的商业化变现也有望迎来飞轮效应。

图 15：视频号连接公域与私域，已验证路径助力商家打造增长飞轮

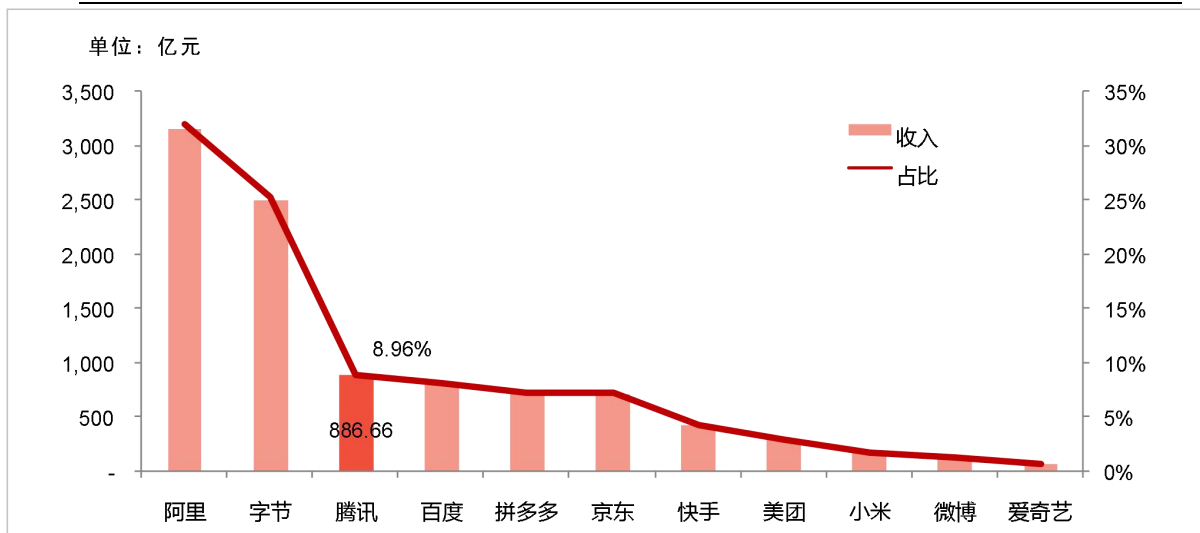


资料来源：微信公开课，华通证券研究部

2.1.2.线上广告板块：拐点将近，视频号另将提供可观增量收入

从收入占比来看，公司目前对广告收入的依赖度还相对较小，近三年来，腾讯广告收入占总营收比例一直处于较低，约为 16%。根据 Marketing 数据显示，2021 年，以互联网 TOP10 公司广告收入规模来看（字节数据未统计，为预计数），公司收入占比相对较低，约为 9%。

图 16：2021 年互联网 TOP10 公司广告收入占比情况



资料来源: Marketing, 华通证券研究部

从用户在线时长来看, 根据 Quest Mobile 数据显示, 在 2021M12 期间, 腾讯公司 APP 使用时长占国内 APP 使用总时长的 35%, 而对应的在线广告收入份额仅为 11%, 两者之间并不匹配。在手握巨大流量的情况下, 公司广告业务收入具有很大的增长空间。形成以上情况的原因, 主要还是腾讯公司在广告业务打法上较为谨慎的策略, 特别是在朋友圈这样的私域空间, 过高的广告加载率将会使得用户体验度下降, 广告效果可能适得其反, 基于为客户创造价值的原则广告加载率较低。同时, 公司广告形式主要以图文展示广告为主, 相比转化率更高的视频类广告, eCPM 较低, 在需求上也少于视频类信息流广告。

2022Q2, 公司广告收入为人民币 186 亿元, 同比降低 18.42%, 降幅较大。主要原因为: (1). 在监管影响下广告的发布限制, 特别是针对老年人和未成年人用户广告的限制, 使得在互联网服务、教育和金融领域广告需求同比减少较大; (2). 疫情反复和物流中断的影响, 电商领域广告需求有所下降。在上述多重不利因素的影响下, 广告竞投量低迷, eCPM 也出现下滑。从环比来看, 本季度为公司自 2021 年第二季度广告行业监管趋严以来, 首次录得的广告收入环比增长, 广告收入已有企稳迹象; 同时, 同比下降幅度也已开始收窄, 基础广告需求已略有改善。

而随着视频号业务规模的羽翼渐丰, 将很好的解决广告私域空间投放的痛点。视频号为公域空间, 用户对视频号广告接受度要明显高于朋友圈等私域社交

领域，视频号可以实现远高于私域社交领域的广告加载率。同时，广告商可以在微信生态系统内实现无缝销售和推动潜在客户转化，广告商能够触达广泛的受众群体并建立深度的用户参与度，也更为契合投放客户的需求。随着7月视频号宣布接入信息流广告，这个庞大的短视频流量池即将迎来规模化变现。

2022Q2 报告期后，公司已实现合同形式向宝马、阿玛尼和路易威登等有多多个知名品牌方的视频号信息流广告销售，随后将以竞价方式提供更多的广告位。微信朋友圈曾用5个季度就达到了10亿元的季度广告收入，而鉴于目前的视频号的流量规模和广告客户对短视频广告的强劲需求，我们认为视频号广告收入增长情况将更快地突破这一水平，成为公司重要的增量收入来源。

同时，我们也能看到游戏版号月发放量呈现稳步增加的良好态势，2022年4月批次发放45个版号，9月批次发放版号数达73个。随着游戏版号解禁后下发版号数量的逐渐增多，以及疫情后经济的复苏，投放广告数占比排名位居前两位的游戏和电商广告收入已经在二季度企稳回升，如下半年疫情能持续得到有效控制，广告收入有望在下半年得到进一步恢复。

2.1.4.金融科技与企业服务板块：支付业务稳步回升，云服务转变打法

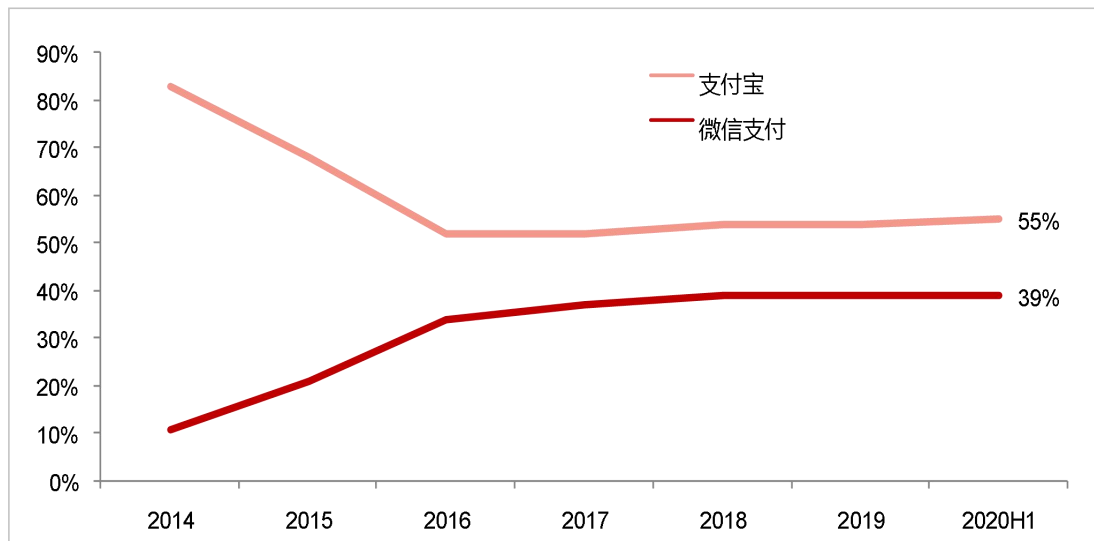
随着公司2018年宣布战略升级，提出“扎根消费互联网，拥抱产业互联网”的新战略方向，腾讯开始积极投身新基建产业。2022Q2，公司金融科技与企业服务板块营收占总收入比达31.49%，已成为公司第2大收入板块，板块整体收入为422亿元，同比微增0.72%，环比下降1.40%。

2.1.4.1.金融科技服务：支付业务企稳，理财、贷款和保险业务拥有开发潜力

腾讯金融科技服务板块布局全面，主要包括支付、理财、贷款和保险业务，其中：支付业务收入占整体板块收入的主要部分，其收入主要来源于的商业支付相关手续费和个人支付业务的提现、信用卡还款的手续费等服务费用收入。公司支付业务崛起于2014年新年期间，依靠微信强大的社交功能，公司支付业务凭借新年红包快速被大众所熟知并广泛使用，在第三方移动支付市场份额随之快速提高，目前第三方移动支付行业已经形成了微信和支付宝的双寡头格局。由于支付牌照申请条件高，审批严格具有稀缺性，支付行业进入壁垒高。同时，

受益于用户消费习惯的形成，我们认为国内支付市场双寡头格局仍将延续。

图 17：第三方移动支付市场形成双寡头格局



资料来源：艾瑞咨询，华通证券研究部

2022Q2，公司支付业务收入同比增速有所放缓，主要为疫情反复对于商业支付活动的影响，商业支付规模于 2022M4 放缓至个位数同比增长后开始逐步回升，2022M6 同比增速已恢复至 10%以上水平。

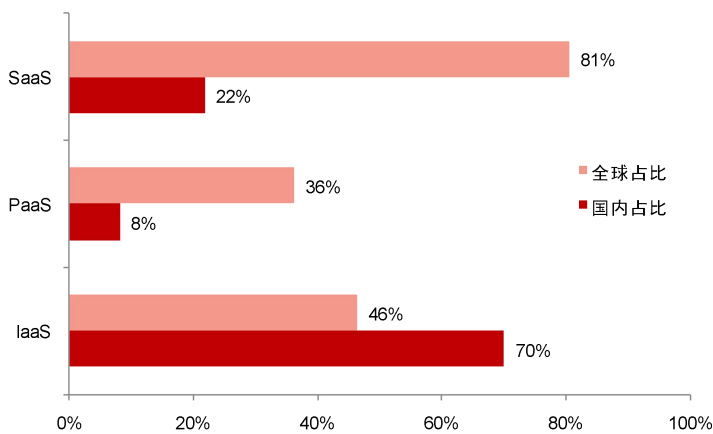
我们也应看到，公司在理财、贷款和保险业务方面还有很大的发展空间：(1).从可获取最近一期财报数据来看，截至 2019Q4，公司理财通规模为 9,000 亿元。而根据蚂蚁集团招股说明书显示，与之对应的同期蚂蚁理财平台资产管理规模为 33,981 万亿元。理财通规模和支付宝相比，还未处在同一个量级。(2).在贷款业务方面，根据公司参股微众银行财报显示，2021 年微众银行利息收入为 259 亿元，按照公司持股比例 30%计算，公司贷款业务收入应低于 77.70 亿元；而在更早一年的 2020H1，蚂蚁集团微贷平台收入就已达 285.86 亿元。信贷业务上，蚂蚁握有使用广泛的花呗（信用购）类信用卡业务，而腾讯至今并未有相应产品推出。(3).保险业务上，腾讯通过控股的微宝，从事保险代理业务。我们预估公司保险业务收入占比较低，在公司财报中也未进行过具体披露；蚂蚁集团的 2020 年上半年保险平台贡献收入 61.04 亿元，收入占比 8.42%。

我们认为公司对上述三项业务拓展尚处在比较谨慎阶段，打法上并未着重发力，金融科技服务板块未来还有着很大的开发潜力。同时，随着下半年疫情较上半年趋于可控，如能继续维持，支付业务收入增速有望得到进一步恢复。

2.1.4.2. 企业服务

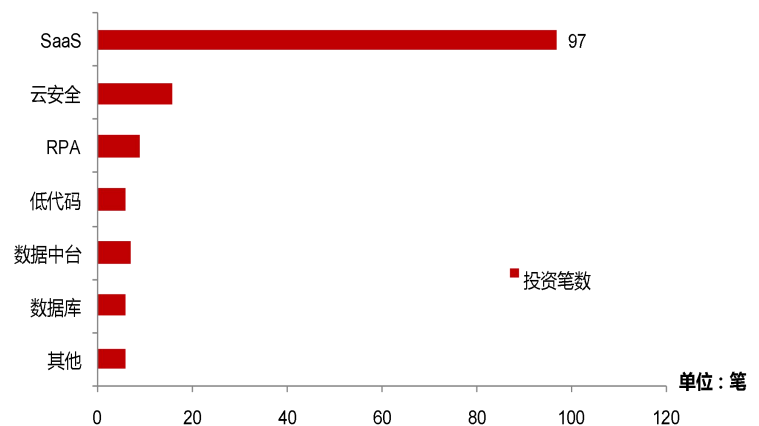
公司的企业服务板块主要为云服务业务，中国云计算市场目前处在规模快速扩张阶段。根据中国信息通信研究院数据显示，2020年中国公有云市场规模为1277亿元，同比增长达85.2%。同时，2020年，我国云服务市场以IaaS业务为主，占比超6成；而根据Gartner数据显示，同期全球云服务市场则是以SaaS业务为主，占比约6成。国内云服务产品结构尚待优化调整，随着企业上云需求的进一步提升，企业级SaaS需求将进入快速爆发期，SaaS业务目前已成为行业投资重点，国内SaaS市场有很大的拓展增长空间。

图 18：国内、全球云服务产品结构对比



资料来源：Gartner，信息通信研究院，华通证券研究部

图 19：2022 年 1-7 月云服务投融资情况



资料来源：艾瑞咨询，华通证券研究部

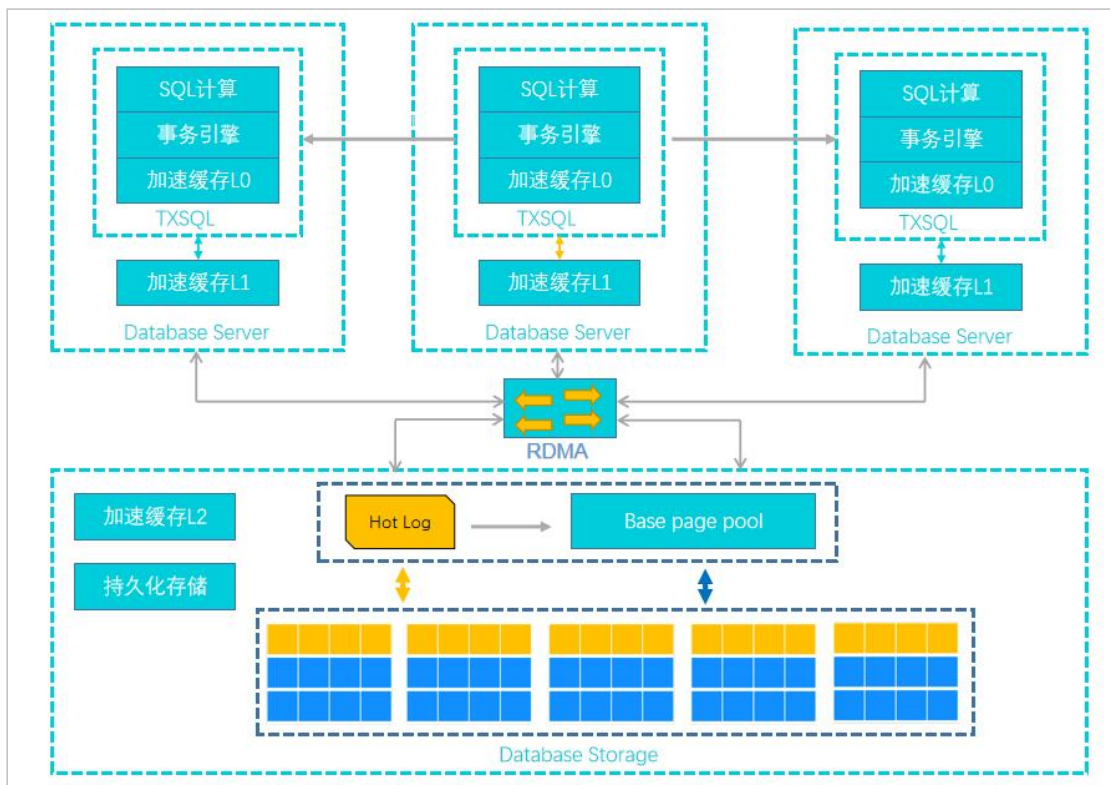
从市场占有率来看，阿里云处于整体领先地位，占比约为40%，腾讯和华为市场占有率大致相当，三家头部企业合计市场份额占比超7成。从业务类型上来，阿里云业务重心在利润率较低的IaaS业务，而腾讯在利润率更高的PaaS和SaaS业务上更具优势。

2022Q2，公司企业服务业务收入同比略有下降，主要原因为公司在IaaS和PaaS

业务拓展策略上，从注重收入规模转变为注重收入质量，公司持续主动缩减亏损项目，特别是分包比例较高的项目。公司自研产品收入环比增长，随着公司收入结构的持续优化，企业服务业务毛利率实现环比增长。近年来，公司业务云服务业务重心逐步在向 SaaS 及 PaaS 领域转移。

PaaS 产品方面，根据 Gartner 数据显示，2021 年公司通信 PaaS 收入规模国内排名第一。2022Q2，公司的 TDSQL 数据库收入同比增长迅速，增速超 30%。PaaS 客户主要为音视频客户，近年来已开始受到越来越多的大型金融机构青睐。发布的新版本的云解决方案 TDSQL-C，对产品架构、硬件能力和引擎内核进行了全面升级，成本比传统云数据库更低的同时性能高出原先两倍。性能的大幅度提高，有望在下半年吸引更多优质大型企业上云。

图 20：新版本云解决方案 TDSQL-C 产品架构



资料来源：腾讯云官网，华通证券研究部

SaaS 产品方面，受 2020 年疫情影响，远程办公在中国的应用正经历着高速增长。2021 年以来，腾讯会议、腾讯文档实现了强劲的用户增长，其中：腾讯会议 MAU2022 年 6 月同比增长 157.2%。腾讯会议已成为中国最大规模的独立云会议

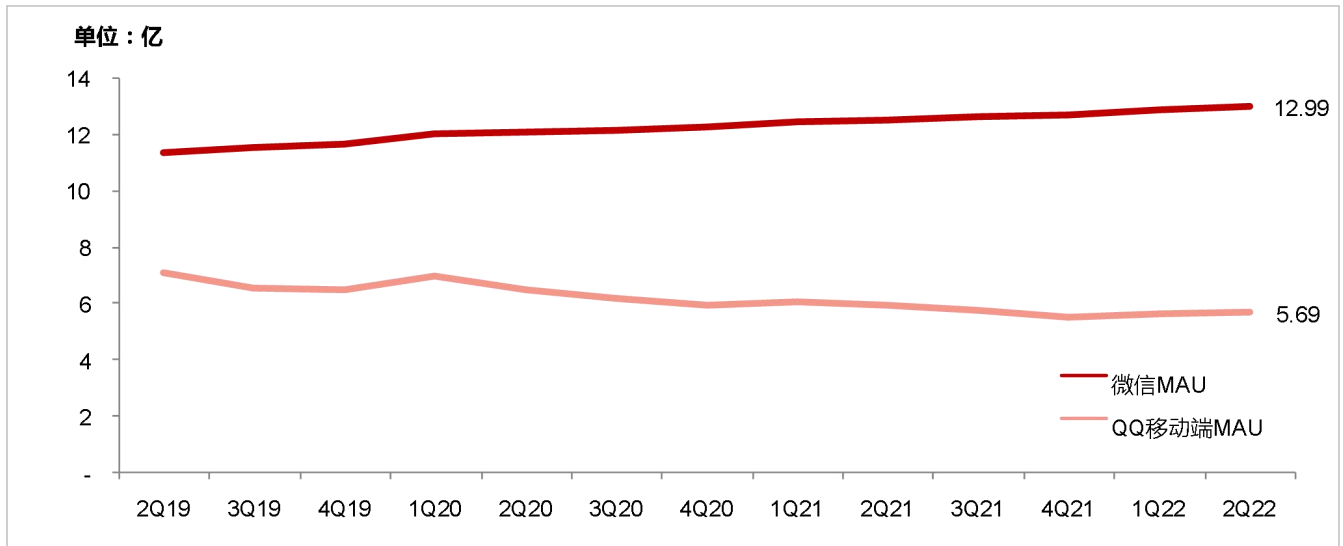
应用。6月，公司在腾讯会议应用中推出了系列插件应用市场，其中：电子签名插件，能够使企业用户可以在任何地方以安全的方式签署协议；Evernote 插件，为参与者提供了在会议期间更加便捷创建笔记的方式。随着更贴合用户需求的应用功能迭代上线，我们预计公司的用户增长将保持高增速。目前，SaaS 业务在公司策略上仍处在抢占高速增长的市场份额阶段，并未急于实现货币化。鉴于国际巨头云服务商成熟的商业模式，我们认为待 SaaS 产品市场进入稳定成熟阶段，未来 SaaS 业务为公司收入贡献增量的确定性较高。

2.2. 公司盈利模式分析

2.2.1. 以社交为核心，构筑数字生态系统闭环，沉淀目标客户实现流量变现

通过微信和 QQ 两大国民级社交通信产品，公司以获取的庞大用户流量为基础，构建起完善的数字生态系统。随之沉淀各领域匹配目标客户，通过增值服务、网络广告、金融科技及企业服务三大方式实现流量变现。

图 21：近 3 年两大核心社交通信产品 MAU 变动趋势



资料来源：公司公告，华通证券研究部

截至 2022Q2，两大核心社交通信产品 MAU 保持稳定：微信及 WeChat 的 MAU 达 12.99 亿，在高渗透率下仍然保持着惊人的增长趋势，同比增长 3.80%，环比略升 0.80%，用户人均单日使用时长稳定在 80 分钟左右；QQ 的 MAU 达 5.69 亿，

同比下降 3.80%，环比略升 0.90%。在拥有庞大社交用户的基础上，通过用户的各种社交行为和流量引导，公司构建起了囊括消费者日常生活方方面面的数字生态系统闭环。

图 22：以社交通信产品为核心，完善的消费者数字生态系统闭环

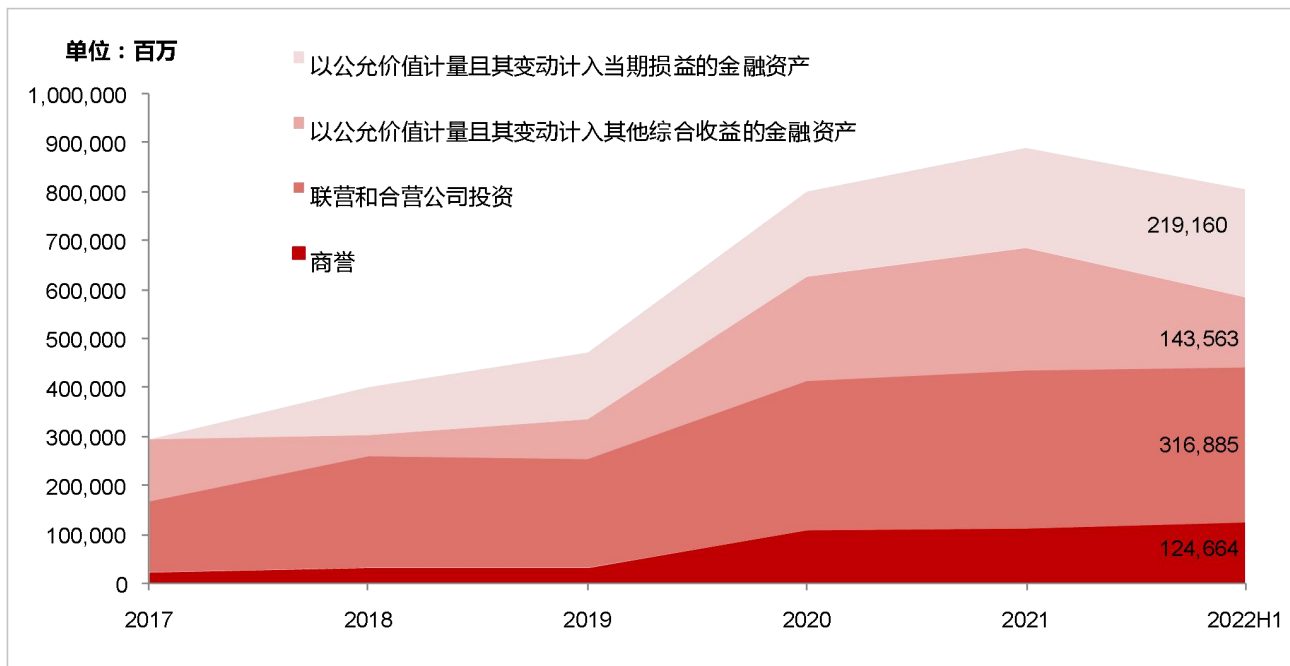


资料来源：公司官网，华通证券研究部

2.2.2.通过对外投资不断扩大公司业务版图，获取丰厚回报

由于公司游戏业务收入占比较大，现金流相对充裕，近年来公司的投资业务处于高速扩张阶段。虽然自 2021 年下半年开始，公司陆续减持了多家上市公司股份。但截至 2022Q2，公司对外股权投资合计金额为 8,042.72 亿元（含业务合并商誉），占资产总额比例仍高达 55.10%。从金额占比上看，腾讯更像是一家投资公司。

图 23：公司近 5 年对外投资规模快速增长

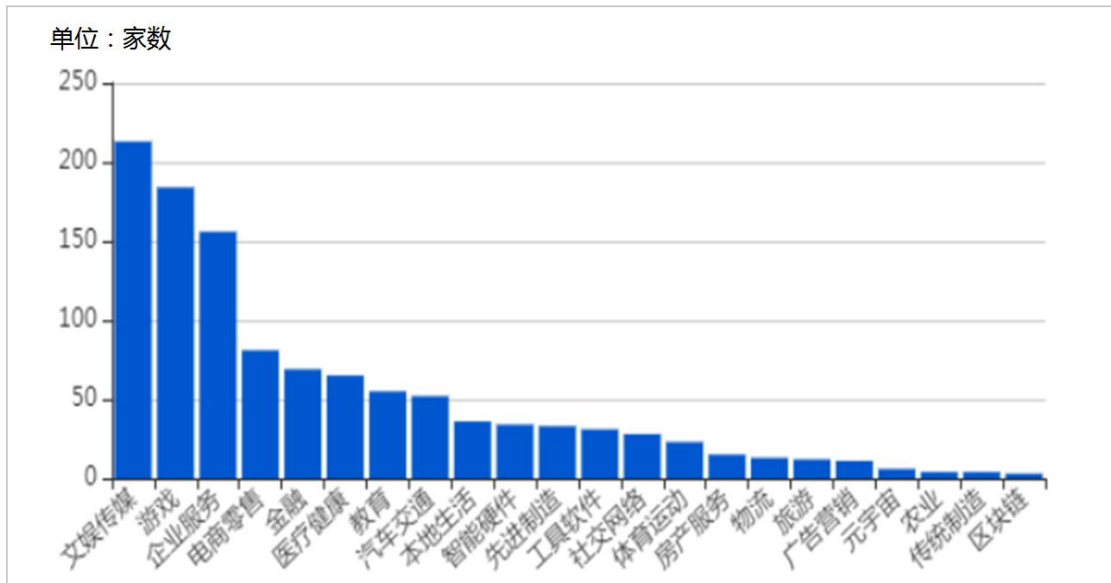


资料来源：公司公告，华通证券研究部

2008年，腾讯公司投资并购部正式成立。彼时，公司在业务拓展上倾向于只要是热门的产品都大包大揽的自有化研发运营，自身核心业务定位并不清晰。而公司投资目的主要是为了协同自有业务的更好发展，所以更需要深度参与被投企业的管理工作。

2010年9月著名3Q大战打响，虽然表面上看以腾讯胜诉而告终，但实际腾讯却输了口碑，在《腾讯传》中也将“3Q大战”称为腾讯发展历史上“里程碑式的事件”。经此一役，腾讯内部开始对于自身业务的发展方向做出反思，也使得腾讯对于外部投资的策略发生了重大改变，公司的投资业务布局转向开放。公司意识到仅仅凭借自身力量不可能涉足所有的互联网产品领域，而应该关注自己的核心社交领域，在非核心业务赛道上通过对外投资与被投资对象形成合作结盟，实现双方共赢。在被投资企业参与度方面，公司也开始选择充分放权，给予投资企业最大的自主经营权。如：腾讯对《英雄联盟》游戏开发商美国拳头公司全资控股后，拳头公司仍能保持独立运作，二者长期合作融洽，自主经营成效显著，拳头公司保持着全球游戏行业的领先地位，称得上腾讯投资开放模式的范例。

图 24: 公司投资企业行业分布情况



资料来源: IT 桔子, 华通证券研究部

目前, 公司投资版图中仅上市企业就达 43 家, 横跨海内外多家大型互联网企业。整体上看, 公司 1100 多家投资企业版图更是遍及消费互联网和产业互联网的各个领域。这些数量庞大的投资企业, 不仅为公司带来了进入自身并不熟悉和擅长但具有重要战略意义的行业领域的机会, 分享到企业快速成长的收益, 构筑宽广的护城河; 同时, 也有利于帮助公司捕捉相关行业最前沿的技术和发展方向, 获取创造颠覆性产品的能力。

2.3.公司商业模式的可替代性分析

公司拥有国内最为庞大的社交用户基础, 天然构筑起用户壁垒, 并形成强大的网络效应, 新用户因为与他人的通信需要而不断进入, 同时旧用户基本不可能流失, 从而使得其他社交软件可替代性低。

在游戏方面, 公司的热门产品大部分以重度游戏为主, 如: 英雄联盟及衍生游戏、王者荣耀、和平精英等, 游戏用户体验感强, 基本都已经步入稳定运营期, 玩家粘性大, 同类型竞品和新游戏替代难度大。

公司连接一切的完善消费者数字生态系统, 覆盖用户日常生活的方方面面, 这样的数字生态系统建立需要强大的技术支持、庞大的资金和高素质人才储备,

数字生态系统的独占性强，可替代性低。

3. 公司竞争优势分析

3.1. 社交基因优势成就流量王者

截至 2022Q2，两大核心社交通信产品微信和 QQ 的 MAU 分别为 12.99 亿和 5.69 亿，微信在国内社交用户数排名中高居首位。通过全面触及用户的日常生活，培养用户的使用习惯，用户对公司各类产品的粘性高。从用户在线时长来看，在 2021M12 期间，腾讯公司 APP 使用时长占国内 APP 使用总时长的高达 35%。

同时，公司所拥有的社交流量优势，也为新业务和投资的相关企业提供了庞大的潜在用户基础，公司为美团、拼多多、京东等投资企业提供微信入口引流，协同效应显著，助力投资企业迅速成为国内互联网企业巨头。

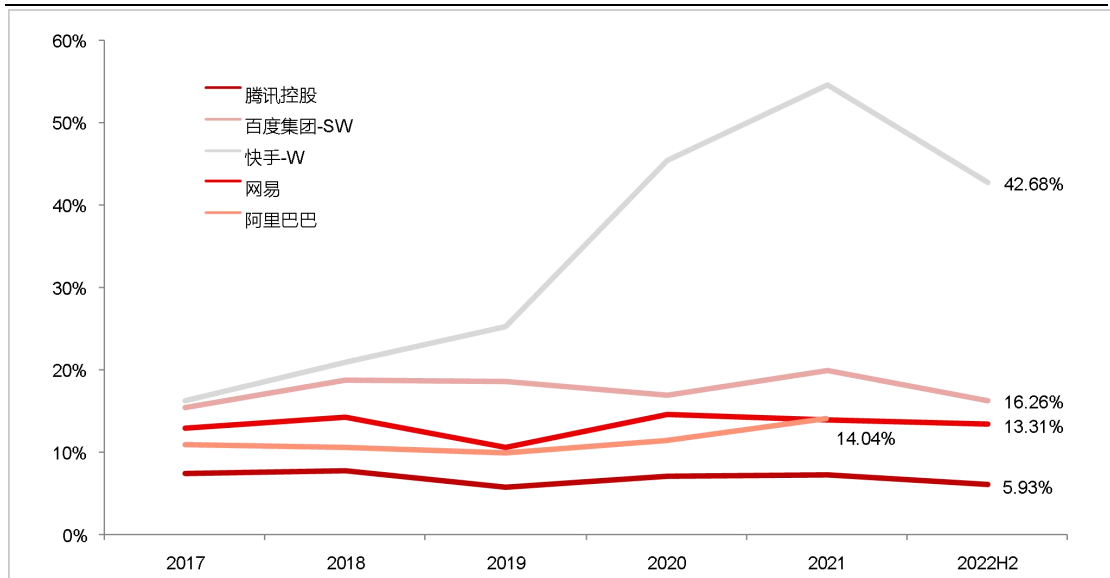
依靠社交流量优势，公司相关业务即使后发进场，也容易获得成功。复盘公司后发进场历史，如：2004 年，腾讯开始开拓当时热门的棋牌休闲类游戏市场，凭借强大流量优势，QQ 游戏用一年时间便击败了彼时棋牌游戏霸主联众；2011 年，微信发布后，通过 QQ 引流，完成用户爆发式增长，仅用了一年时间，用户就已超 1 亿，快速与先行者米聊等同类产品拉开差距。

而庞大社交用户基础也构成了公司宽广的护城河，曾经多个知名互联网企业推出社交通信软件向微信发起进攻，均已失败而告终，如：抖音曾推出“多闪”，主打熟人亲密社交，2021 年 11 月已经停止维护。

3.2. 销售推广成本优势

由于拥有微信、QQ 两大巨大流量池的天然优势，使得公司推出产品都能够实现较低的推广获客成本。2022H1，公司的销售费用率仅为 5.93%，远低于其他各大互联网公司 10% 以上销售费用率。

图 25：公司销售费用率显著优于可比互联网企业



资料来源：各大公司公告，华通证券研究部

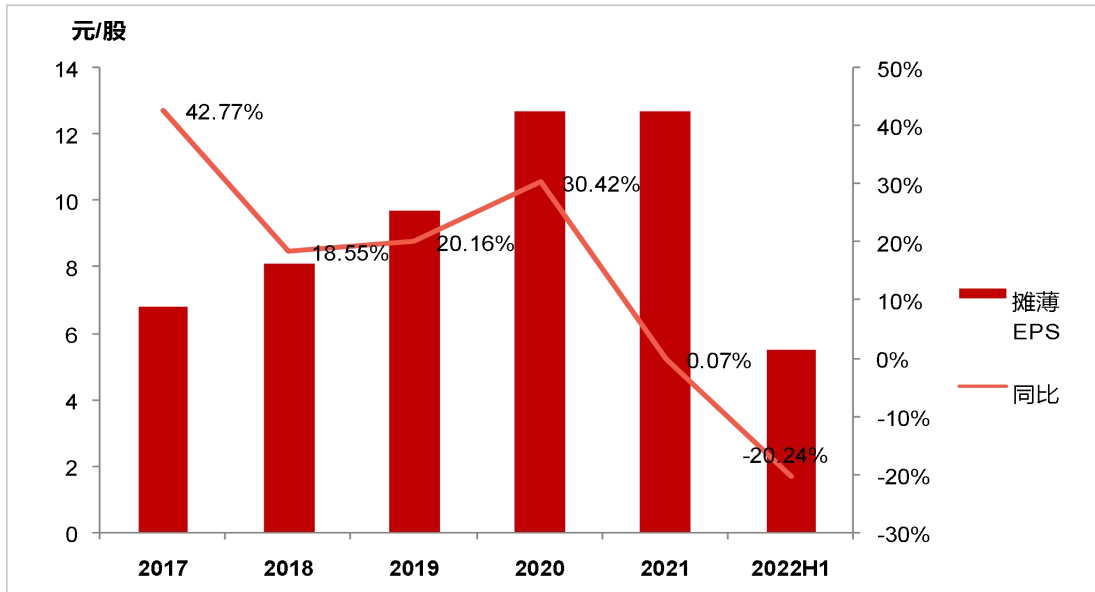
4. 前瞻性财务分析

4.1. 随着业务优化措施的收益释放，下半年 EPS 预计重回上升通道

2022H1，公司 Non-IFRS 摊薄 EPS 为 5.516，同比下滑较大为-20.24%。主要原因为主营业务收入和调整后其他收益同比减少的同时，主营业务成本和行政开支有所增加，我们分析为和公司上半年的人员优化调整所产生的相关辞退福利支出有关。除此之外公司开展的其他降本增效措施还包括：(1).关闭了在线教育、电子商务、游戏直播等领域的部分非核心或冗余业务；(2).重新梳理了表现不佳的业务，包括亏损的数字内容服务和小规模社交媒体产品，如：腾讯看点 App 停止运营；QQ 空间花藤挂件已经下架，将于 10 月停止运营；《冒险岛 2》发布停服公告，将于 11 月停止国内运营；(3).加强对营销项目，尤其是在数字内容营销和用户获取方面的管控。

另外，从环比上看，公司 Non-IFRS 摊薄 EPS 降幅已经明显收窄，为-5.16%。我们预估随着一系统业务优化措施的持续推进，特别是相关人员优化后所带来的收益将在下半年得到释放。同时，公司 8 月开始大规模回购股票后，后续注销可能性大。综合两者影响，公司下半年 EPS 出现拐点，环比重回上升通道的确定性高。

图 26: 公司五年一期 Non-IFRS 摊薄 EPS 变动情况



资料来源: 公司公告, 华通证券研究部

4.2. 毛利率稳定, 环比已开始回升

近 5 年来, 公司毛利率一直维持在 40% 以上的水平, 2022H1 同比有所降低, 下降 3.18pct, 主要因为我们预计人员优化造成的主营业务成本金额同比增加了 4.31%。而业务优化措辞效果已开始体现, 毛利率环比已开始出现上升, 增加 0.58pct。随着下半年毛利率较高的视频号广告业务规模化变现和云服务自研产品占比进一步升高, 我们预计毛利率将进一步回升。

4.3. 销售费用率同比下降, 管理费用率下半年预计将得到优化

2022H1, 受益于公司对营销项目管控加强, 公司销售费率同比下降, 减少 0.85pct 至 5.93%。管理费用率同比增加了 4.42pct, 我们分析为和前述人员优化, 以及 SSV 及 CPP 非经常项目开支有关, 我们预计管理费用率随着人员优化后收益释放下半年将有有效降低。

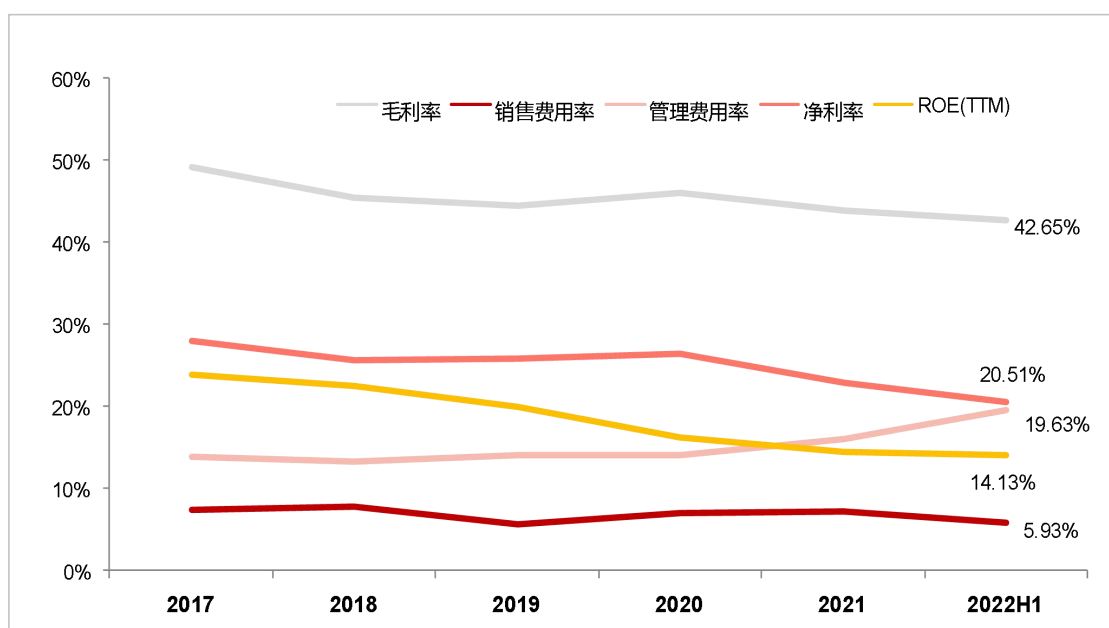
4.4. 净利率表现仍将维持高水平

近 5 年来, 公司 Non-IFRS 净利率保持在 20% 以上水平, 2022H1 有所降低, 减少 4.95pct; 但环比已经开始上升, 增加 0.18pct。我们预计公司下半年随着毛利率回升和期间费用率好转, 净利率将得到显著改善。

4.5. ROE 呈现逐年下滑趋势，下半年有望企稳回升

公司 Non-IFRS 的 ROE (TTM) 近 5 年来呈现下滑的趋势，2018 至 2020 年下滑较为明显；2020 年以来，降幅已开始明显收窄，2021H1 的 ROE 同比下降 0.70pct。我们预计随着公司业绩改善，叠加股票回购因素，公司 ROE 下半年在企稳的基础上有望获得可观提升。

图 27：公司五年一期主要财务指标变动情况



资料来源：公司公告，华通证券研究部

5. 公司未来成长故事

5.1. 广告业务拐点将至，并拥有广阔发掘空间

2022H1，公司广告业务受到了监管投放限制，疫情反复，游戏版号停发等多重不利因素的影响下，我们认为广告业务已经触底。2022Q2，广告收入在连续季度下滑后已经出现环比增长，基础广告需求开始改善。同时随着游戏版号解禁后下发版号数量的逐渐回升，以及疫情得到有效控制后经济的复苏，投放广告数占比排名位居前两位的游戏和电商广告收入有望在下半年得到进一步恢复。

同时，我们也应看到，公司目前对广告收入的依赖度还相对较小，低于其他互联网公司广告业务收入占比；广告收入市场份额也远远低于用户使用 APP 时长市场占比：根据 Quest Mobile 数据显示，在 2021M12 期间，腾讯公司 APP 使用时长占国内 APP 使用总时长的 35%，而对应的在线广告收入份额仅为 11%。在手握巨大流量的情况下，目前公司在广告业务打法上较为谨慎，广告业务拥有广阔发掘空间。

5.2.内容成本优化，腾讯视频自我造血能力有望得到改善

2017 年以来，多部委发布多次限薪令等措施，对娱乐圈天价片酬进行规范治理。广电总局年初发布的《“十四五”中国电视剧发展规划》再次对演员片酬在内的收入分配秩序进行了规范，要求严格执行每部电视剧全部演员总片酬不得超过制作总成本 40%，主要演员片酬不得超过演员总片酬 70% 的制作成本配置比例规定。我们认为腾讯视频的自制和采购内容成本有望进一步降低，同时也有利于推动内容创作质量的提高，2022H1，公司就已推出的多部大热剧集，未来腾讯视频自我造血能力将得到逐步提高。

5.3.游戏行业监管趋严，推动行业集中度提高，头部企业议价能力将不断提升

近年来，我国游戏用户渗透率已经达到了较高水平，用户增速明显放缓，预计个位数用户年增长率还将持续，用户红利的结束将使得中小游戏公司的生存空间缩小。

同时，游戏行业监管的趋严，也在加速现金流较小，抗风险能力较弱的中小游戏公司退出，在 2021 年版号停发仅半年时间内就有 1.4 万家游戏公司注销，甚至有多家之后获得版号的游戏公司没能熬过寒冬，已经进行了业务转型调整或注销。而头部企业拥有着资金和资源优势，游戏行业集中度提升的趋势将愈发明显。2021 年，从游戏业务收入占比来看，腾讯的市场份额达 51%，网易的市场份额为 18%，二者合计市场份额近 70%，已形成了国内游戏行业的双寡头格局。

我们预计游戏企业间正面竞争将趋于减缓，在游戏开发上更加强调细分赛道的精品化，如：米哈游专注二次元市场，爆款游戏《原神》历时 3 年多开发，投

入约 1 亿美元开发成本。行业趋势利好资金实力雄厚、研发能力强大的头部企业。游戏精品化的不断提高，将使得玩家体验感提升，游戏变现能力增强。同时，由于在各自细分赛道运营，独占性更强，也有利于公司提高对玩家的议价能力，进一步提升营收质量。

5.4. 储备游戏《地下城与勇士》手游将成为王炸产品

腾讯代理的《地下城与勇士》端游作为一款运营了 13 年的老游戏，依然氪金热度不减。自 2005 年推出以来，全球已有超过 7 亿注册用户，总收入超过 150 亿美元，位列全球游戏累计收入第一。这款经典的横版格斗动作类游戏的绝大部分收入来自于国内，拥有着广泛的端游玩家基础。随着版号的恢复发放和韩国产品的陆续解禁（腾讯代理韩国游戏《黑色沙漠》已于 2022M4 正式上线），我们估计，公司储备的《地下城与勇士》手游上线确定性将加强，一旦上线其必将引发一股现象级热潮，前期月流水我们预计将达到 10 亿元以上的量级，将成为公司的又一款长生命周期现金牛手游产品。

5.5. 视频号将进入规模商业化变现期

随着 7 月视频号宣布接入信息流广告，这个庞大的短视频流量池即将迎来规模化变现。2022Q2 报告期后，公司已实现合同形式向宝马、阿玛尼和路易威登等多个知名品牌方的视频号信息流广告销售，随后将以竞价方式提供更多的广告位。微信朋友圈曾用 5 个季度就达到了 10 亿元的季度广告收入，而鉴于目前的视频号的流量规模和广告客户对短视频广告的强劲需求，我们认为视频号广告收入增长情况将更快地突破这一水平，成为公司重要的增量收入来源。我们对于视频号 2022Q2 报告期一年后广告收入进行了测算，相关测算数据假设说明如下：

(1).DAU：根据视灯数据显示，截至 2021 年底，视频号 DAU 为 5 亿，同期微信 DAU 预估在 11 亿左右，视频号渗透率约为 45%。在微信 DAU 基本见顶保持平稳的情况下，我们预估 2023M6 的渗透率达 55%。同时，考虑 DAU 在统计期间内存在一定波动，基于谨慎性原则，我们对于有效平均 DAU 按照 0.8 的系数进行折算，预估在 2023M6 的 DAU 在 4.8 亿左右。

(2).人均每日使用时长：据视灯数据，截至 2021 年底，视频号人均每日使用时长为 35 分钟。同时，参考同期抖音、快手超 100 分钟的使用时长，预计 2023M6 视频号人均每日使用时长将在 45 分钟左右。

(3).单条短视频平均时长：参考洞见数据，我们对视频号时长分布加权平均，同时参考抖音、快手短视频时长以及结合实测数据，我们预估单条短视频平均时长在 30 秒左右。

(4).广告加载率：目前快手广告加载情况为 10%左右，抖音略高于快手，同时考虑视频号还在商业化阶段初期，结合腾讯对广告打法比较克制的风格，我们预计 2023M6 视频号广告加载率将在 5%左右。

(5).CPM：我们预计视频号平均 CPM 会低于朋友圈 50 元左右的 CPM，同时参考抖音、快手信息流价格水平，2023M6 视频号广告 CPM 预计为 30 元左右。

基于以上假设测算，我们预估 2023M6 视频号信息流广告业务月收入将达 12.25 亿元，远超微信朋友圈广告业务收入的历史优异表现。

表 3：2020M6 视频号广告业务收入测算

项目	数值/金额
DAU (亿)	4.80
人均每日使用时长 (分钟)	45.00
单条短视频平均时长 (分钟)	0.55
短视频每日VV (亿)	392.73
广告加载率	4.00%
信息流广告每日VV (亿)	15.71
平均CPM (元/千次)	26.00
视频号日均广告收入 (亿元)	0.41
2023M6视频号广告收入 (亿元)	12.25

资料来源：华通证券研究部

同时，随着同期推出的视频号直播商家激励计划，未来一年将通过流量扶持不少于 10 万个优质商家。、我们预计下半年开始将进入视频号电商直播业务规模快速增长期，视频号在助力商家打造增长飞轮的同时，公司直播带货业务收入在电商规模成型后的商业化变现也有望迎来飞轮效应。

6. 公司未来 3 年业绩预测

6.1. Wind 一致业绩预测

公司 Wind 一致投资评级略有下调，但仍维持在买入推荐评级较高序列。2022 年度一致预测：营收为 5,739.67 亿元，EPS 下调至 11.82 元/股，对应 PE 为 20.70（2022 年 10 月 7 日公司收盘价为基准）。

图 28：Wind 一致投资评级及 EPS 预测情况



资料来源：Wind，华通证券研究部

表 4：Wind 一致预测关键指标

关键指标	2022E	2023E	2024E
营业总收入(亿元)	5,739.67	6,485.63	7,304.18
增长率(%)	2.47	13.00	12.62
归母净利润(亿元)	1,135.33	1,470.22	1,693.17
增长率(%)	-49.50	29.50	15.16
EPS(稀释)	11.82	15.30	17.61
ROE(摊薄)(%)	12.52	13.57	13.41
ROA(%)	6.88	8.09	7.99
PE	20.70	16.00	13.90
PEG	-0.41	0.53	0.89

资料来源：Wind，华通证券研究部

注：相关数据以 2022 年 10 月 7 日公司收盘价为基准

6.2. 我们对于公司的业绩预测

6.2.1. 增值服务业务板块未来三年预测

增值服务业务板块包含两大主要业务，其中：(1). 游戏业务：国内收入稳定，随着后续版号解禁后，储备游戏将贡献可观增量，其中：王炸产品《地下城与勇士》手游，我们预计在明年上线的概率较大。海外游戏业务近年拓展迅速，海外 3A 游戏工作室布局充足，发行公司 Level Infinite 成立，下半年发行《幻塔》海外版业绩表现不俗，储备游戏《Honor of Kings》预计年底发行标志着国内手游王牌产品《王者荣耀》正式宣告出海。我们认为随着多款重度游戏的陆续上线将为公司海外游戏收入带来持续可观增量。。

(2). 社交网络业务：视频、音乐订阅收入均在稳健增长，随着用户内容付费的意识不断增强，有望维持增长态势；视频号直播业务也将在规模形成后贡献增量。同时，受益于政策影响，公司内容制作和采购成本将进一步优化，以及降本增效措辞的收益释放，将有助于毛利率提升。

通过按细分业务自上而下测算（以下板块测算方法相同），我们预计 2022-2024 年增值服务业务板块年收入分别为 2,975.23、3,174.47 和 3,378.76 亿元，对应增速分别为 2%、7%和 6%，，对应毛利率分别 51%、52%和 52%。

6.2.2. 线上广告业务板块未来三年预测

现有模式线上广告业务收入将随着基础广告需求改善逐步触底反弹，游戏版号解禁，以及疫情得到有效控制后经济的复苏，使得相关广告需求开始回升。视频号庞大的短视频流量池将迎来信息流广告业务的规模化变现，为线上广告业务提供可观增量收入。

我们预计 2022-2024 年线上广告业务板块年收入分别为 756.64、868.98 和 1,055.15 亿元，对应增速分别为-15%、15%和 21%，，对应毛利率分别为 39%、40%和 43%。

6.2.3. 金融科技及企业服务业务板块未来三年预测

金融科技及企业服务业务中：(1). 金融科技业务，公司在理财、贷款和保险业务方面仍然存在广阔待发掘空间。同时，随着下半年疫情较上半年趋于可控，如

能继续维持，支付业务收入增速有望得到进一步恢复。(2).企业服务业务，国内 SaaS 市场有很大的拓展增长空间，公司业务重心也在向毛利率更高的 SaaS 及 PaaS 领域转移，有利于进一步扩大公司市场份额。腾讯会议已成为中国最大规模的独立云会议应用，后续带来收入增量的确定性较高。同时公司也在持续主动缩减亏损项目，提高收益质量。

我们预计 2022-2024 年金融科技及企业服务业务板块年收入分别为 1,887.06、2,277.77 和 2,702.38 亿元，对应增速分别为 10%、21%和 19%，对应毛利率分别为 32%、34%和 34%。

6.2.4.公司整体业绩预测

我们预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 5.8%、5.3%和 5%；管理费用率分别为 13.5%、12.5%和 12%（含研发费用，剔除 Non-IFRS 股份支付影响）；Non-IFRS 归母净利润分别为 1,144.33、1,415.44 和 1,646.57 亿元。

7.估值定价分析

7.1.相对估值模型定价分析

2022-2024 年我们预测摊薄 EPS 分别为 11.86、14.66 和 17.03 元/股，PE 分别为 20.63、16.70 和 14.37，PEG 分别为 0.87、1.02 和 1.11。

表 5：2022-2024 年业绩与估值预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	482,064	560,118	570,423	642,188	725,206
营业成本（百万元）	260,532	314,174	327,512	363,402	410,521
Non-IFRS归母净利润（百万元）	122,742	123,788	114,433	141,544	164,657
摊薄EPS(元/股)	12.69	12.70	11.86	14.66	17.03
PE	19.29	19.27	20.63	16.70	14.37
PS	4.89	4.24	4.14	3.68	3.26
PEG	22.63	-2.55	0.87	1.02	1.11

资料来源：公司公告，华通证券研究部

注：PEG 计算方法为：当年 PE/次年 Non-IFRS 归母净利润增长率

7.2. 绝对估值模型定价分析

我们采用 DCF 法结合对外投资企业估值进行测算，相关假设如下：(1).通过回归测算公司个股 Beta 值为 1.3；(2).无风险利率 Rf 以近年十年期国债收益率均值为参考，并考虑后续国内经济市场环境，预计为 3.2%；(3).股权市场收益率以恒生指数近 10 年收益率（含股息）为参考，预计为 8.00%；(4).债务资本成本 Kd，以近期腾讯发行长期债券利率为参考，预计为 3.8%；(5).永续增长率 g 预计为 2%；(5).公司快速增长期假设为 2022-2031 年维持 10 年，之后进入永续增长阶段。

基于以上假设测算，我们得到 WACC 为 8.15%，对预期未来 FCFE 进行折现后 PV 为 28,786 亿元。在公司对外投资企业估值上，我们以截至 2022M6 对外投资账面价值为参考，同时结合 Q2 期后市场持续下行因素影响，基于谨慎性原则，我们对整体进行 20%折价后，测算为 6,225 亿元。两者相加后，测算出公司整体估值为 35,011 亿元，对应股价为 399 港元/股。

表 6：DCF +对外投资企业估值测算

项目 (百万元)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	终值TV	合计
预期FCFE	127,564	146,099	163,390	175,896	187,348	197,061	205,037	212,084	217,398	222,509	3,692,342	5,546,729
PV-FCFE	117,955	124,916	129,177	128,589	126,643	123,175	118,505	113,345	107,432	101,675	1,687,202	2,878,613
对外投资企业估值												622,496
公司总估值												3,501,109

资料来源：华通证券研究部

表 7：DCF 估值模型敏感性分析

单位：百万元		WACC						
		5.15%	6.15%	7.15%	8.15%	9.15%	10.15%	11.15%
g	0.50%	4,921,620	4,119,412	3,560,380	3,150,200	2,834,078	2,585,451	2,384,407
	1.00%	5,288,507	4,342,863	3,706,493	3,250,803	2,905,846	2,638,235	2,424,156
	1.50%	5,755,912	4,614,368	3,878,468	3,366,541	2,986,995	2,697,122	2,468,023
	2.00%	6,371,700	4,951,296	4,083,836	3,501,109	3,079,494	2,763,235	2,516,684
	2.50%	7,219,860	5,380,532	4,333,369	3,659,508	3,185,903	2,837,990	2,570,971
	3.00%	8,462,513	5,946,034	4,643,030	3,848,683	3,309,613	2,923,199	2,631,919
	3.50%	10,458,288	6,724,933	5,037,530	4,078,569	3,455,220	3,021,223	2,700,834

资料来源：华通证券研究部