



中信证券研究部

核心观点



王冠然
首席传媒分析师
S1010519040005

腾讯在泛文娱板块各细分赛道内均成为行业翘楚，所涉及的独立上市公司总体估值超过 3,000 亿元。面对字节、BILI 等新兴文娱流量平台的兴起，我们判断腾讯将加速旗下文娱产业链整合，全面加强其在 IP 创作、内容生产、流量分发的优势地位，并且，腾讯将深度介入相关公司的管理。我们认为，腾讯系大文娱公司在战略协同、运营效率和价值挖掘上有巨大的提升空间，旗下的斗鱼、阅文、腾讯音乐集团、猫眼将蕴含巨大的投资机会。

- **腾讯泛文娱业务涵盖全产业链，且均处领先地位。**在上游内容 IP 方面，阅文集团（MAU>2.3 亿）、腾讯动漫（MAU>1,000 万），IP 储备丰富；**中游开发制作方面**，腾讯 IEG 具备强大的游戏开发能力，腾讯影业、企鹅影视和新丽传媒具有影视制作能力；**下游平台和宣发方面**，腾讯拥有微信（MAU>12 亿）、QQ（MAU~6.5 亿）的社交流量，以及腾讯视频（MAU>5 亿）、腾讯音乐娱乐（MAU>8.8 亿）、斗鱼（MAU>1.6 亿）、虎牙（MAU>1.6 亿）、猫眼（市占率>60%）等内容及流量平台，流量资源丰富。
- **在业务整合上，腾讯泛文娱板块整合将围绕游戏、影视和音乐这三条主线推进，业务协同和管理效率提升将有望带来业绩增量及巨大的投资机会。**预计游戏业务线围绕“阅文+IEG+斗鱼/虎牙”，业务条线的重点是“斗鱼+虎牙”，弥补腾讯在 Z 世代用户社区中的缺失，建设属于 IEG 自己的面向 Z 世代的游戏及泛娱乐社区；影视业务线围绕“阅文+企鹅影视+腾讯视频+猫眼”，业务整合将重点提升阅文的 IP 运营效率，阅文的 IP 价值有望获得再挖掘。同时，整合猫眼的在线发行能力，有望进一步释放猫眼的业绩；音乐业务线围绕“阅文/腾讯视频/腾讯游戏+TME”整合，业务整合重点将围绕 TME 与游戏、视频及网文的合作，拓展 TME 在上游版权业务的话语权，并拓展有声书等音频业务。
- **在管理上，IEG/PCG 牵头，从“遥控”转为“下水”，管理效率预计将大幅提升。**本次大文娱整合将由腾讯内部战斗力最强的 IEG/PCG 团队主导，其中以任宇昕带领的 IEG/PCG 分别在游戏和视频领域成为业界翘楚。阅文整合由原 IEG 负责泛娱乐的程武先生出任董事长，有望带动阅文管理能力加速提升。同时，我们预计 IEG 将直接参与斗鱼和虎牙的合并以及后续管理，并对斗鱼的内容体系提供更多的扶持。
- **从进度上看，IEG/PCG 主导的业务线整合有望最先落地，斗鱼、阅文集团等将率先受益，TME 和猫眼也将持续受益腾讯大文娱整合。**预计阅文、斗鱼/虎牙因最先由 IEG 主导整合，业务整合及管理效能提升带来的价值提升有望最先释放。同时，TME 及猫眼目前也与 IEG/PCG 有积极的业务联动，预计也将持续受益。
- **风险因素：**腾讯泛文娱生态各板块间整合受阻，进度不及预期；短视频等新兴内容对于用户内容消费习惯的冲击；美国政府对腾讯的行政制裁的后续影响范围及程度存在不确定性。
- **投资策略：**我们看好腾讯文娱板块的整合对于公司业绩的长期提振以及运营效率的改善，维持**腾讯控股（00700.HK）**目标价 650 港币，维持“买入”评级。我

们认为随着腾讯对斗鱼（DOYU.O）和虎牙直播（HUYA.N）合并事宜的持续推进，二者有望迎来价值重估；我们预计随着程武团队对于阅文集团（00772.HK）IP 运营的战略改革逐步落地，公司版权运营效率有望显著提升，长期看好阅文作为腾讯文娱生态源头活水的价值，预测公司 20-22 年 EPS 分别为-2.39/1.52/1.62 元，当前股价对应 PE 为 N/A/32x/30x，维持“买入”评级。腾讯音乐娱乐（TME.N）积极布局内容建设，推进付费墙战略，并发力长音频赛道，探索发展增量空间。我们预计公司业绩具有较大弹性，预测公司 20-22 年 EPS 分别为 1.16/1.65/2.01 元，当前股价对应 PE（标准）为 46x/33x/27x，维持“增持”评级。猫眼娱乐（01896.HK）作为电影票务行业的垂直龙头，将受益于“腾猫联盟”的合作深化。我们预计随着电影行业的复工复产陆续推进，猫眼下半年业绩将逐步复苏，预测公司 20-22 年 EPS 为-0.13/0.63/0.89 元，当前股价对应 PE 为 N/A/19x/14x，维持“买入”评级。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 货币	收盘价 (元)	EPS (元人民币)			PE			评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
腾讯控股	港币	516.00	9.74	12.59	15.01	47	36	30	买入
斗鱼	美元	15.81	1.26	29.21	39.87	857	37	27	-
虎牙直播	美元	25.79	2.02	3.53	5.82	87	50	30	-
阅文集团	港币	54.40	1.11	-2.39	1.52	43	N/A	32	买入
腾讯音乐娱乐	美元	15.80	1.19	1.16	1.65	45	46	33	增持
猫眼娱乐	港币	13.20	0.41	-0.13	0.63	28	N/A	19	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价截至 2020/09/11；腾讯控股、阅文集团、腾讯音乐娱乐、猫眼娱乐盈利预测来自中信证券研究部预测，斗鱼、虎牙直播盈利预测为 Wind 一致预期。

目录

腾讯泛文娱业务概览：全面布局文娱产业链	1
IEG 事业群：腾讯游戏是全球游戏行业领跑者	2
PCG 事业群：社交优势+视频先锋+国漫龙头	4
电竞板块：孵化企鹅电竞，控股斗鱼&虎牙	7
网络文学：阅文集团是网络文学行业领头羊	10
在线音乐：TME 是国内在线音乐龙头	13
电影票务：猫眼领跑垂直行业，市占率过半	14
IEG/PCG 牵头整合，从“遥控”到“下水”	16
IEG+PCG：腾讯文娱核心，团队战斗力强悍	16
阅文+猫眼+斗鱼/虎牙：从战略投资到入场管理	17
三线并行，腾讯泛文娱业务整合初探	19
游戏业务：阅文+IEG+斗鱼/虎牙，重点打造腾讯自己的游戏社区	19
影视条线：阅文+PCG+猫眼，内容渠道联动打造大文娱生态	20
音乐条线：阅文+IEG/PCG+TME，“音乐+”深度合作打开增量空间	22
风险因素	24
投资建议	24
腾讯控股：文娱板块一体打通，优势地位持续巩固	24
斗鱼/虎牙：合并倒计时，强强联手打造腾讯游戏内容社区	26
阅文集团：网文巨擘厚积薄发，多元变现空间广阔	29
腾讯音乐娱乐：“TME+”深化音乐内容合作	31
猫眼娱乐：细分赛道龙头，以渠道优势拓宽业务边界	33

插图目录

图 1：我国互联网泛文娱产业主要细分领域用户规模（亿）统计	1
图 2：我国在线泛文娱市场规模及增速	1
图 3：腾讯在文娱板块的生态布局	1
图 4：腾讯游戏主要的自研及并购游戏团队	3
图 5：腾讯旗下代理或自研游戏头部 IP 图谱	3
图 6：腾讯游戏业务单季度营收（亿元）情况	4
图 7：2019 年中国移动游戏发行竞争格局	4
图 8：主要视频平台月活跃用户数（亿）	4
图 9：2Q20 末主要在线视频平台付费会员数（亿）	4
图 10：近年来腾讯视频上线的头部综艺、动画和剧集作品	5
图 11：2020 年 6 月主要动漫 App 月独立设备数（万台）	6
图 12：QQ 与 QQ 空间智能终端的月活情况	7
图 13：手机 QQ 可以向腾讯游戏、电竞直播、音乐、阅读等文娱业务导流	7
图 14：腾讯在电竞直播领域的主要布局	8
图 15：斗鱼股权结构情况（截至 2020/03/31）	8
图 16：虎牙直播股权结构情况（截至 2020/04/03）	9
图 17：斗鱼、虎牙近年来营业收入及变动情况	10
图 18：斗鱼、虎牙近年来 Non-GAAP 净利润及变动情况	10
图 19：斗鱼、虎牙平均月活跃用户数及变动情况	10
图 20：斗鱼、虎牙平均月付费用户数及付费率	10
图 21：截至 2020H1 阅文集团股权结构，腾讯持股比例 59.18%	11
图 22：阅文集团半年度营业收入（亿元/%）	12
图 23：阅文集团半年度归母净利润（亿元/%）	12
图 24：阅文集团半年度 MAU（百万）	12
图 25：阅文集团半年度 MPU（百万）	12
图 26：阅文平台作家数与全行业创作者数量（万）对比	13
图 27：2019 年中国数字阅读全景生态流量市场份额	13
图 28：TME 股权结构情况（截至 2020/03/25）	13
图 29：腾讯音乐营业收入及毛利润变动情况	14
图 30：腾讯音乐净利润及净利润率	14
图 31：腾讯音乐的在线音乐和社交娱乐服务月活跃用户数	14
图 32：腾讯音乐的在线音乐和社交娱乐服务月付费用户数	14
图 33：猫眼娱乐公司股权结构（截至 2019/12/31）	15
图 34：猫眼娱乐营业收入（百万元）变动情况	15
图 35：猫眼娱乐净利润（百万元）变动情况	15
图 36：腾讯 IEG 与 PCG 主要业务一览	16
图 37：腾讯 IEG 和 PCG 的主要管理团队	17
图 38：腾讯对旗下文娱板块投资公司直接管理介入增多	18
图 39：2020 年 4 月阅文集团管理团队变更情况	18
图 40：腾讯文娱板块游戏条线的协同方式	19
图 41：阅文集团旗下网文 IP 被授权改编为多个手游产品	20
图 42：腾讯文娱板块影视条线的协同方式	21
图 43：以《庆余年》为例看影视条线的协同开发	22

图 44: 腾讯文娱板块音乐条线的协同方式	23
图 45: 腾讯文娱生态音乐条线联动案例	24
图 46: 腾讯文娱板块主要业务关联图	25
图 47: 斗鱼/虎牙与腾讯文娱生态中其他部分的关联业务	27
图 48: 头部游戏直播平台 MAU 情况 (百万)	28
图 49: 2019 年热度 TOP 1,000 游戏直播主播归属平台分布情况	28
图 50: 阅文集团与腾讯文娱生态中其他部分的关联	29
图 51: 阅文集团免费阅读广告空间测算	30
图 52: TME 与腾讯文娱生态中其他部分的关联	32
图 53: 猫眼与腾讯文娱生态中其他部分的关联	34

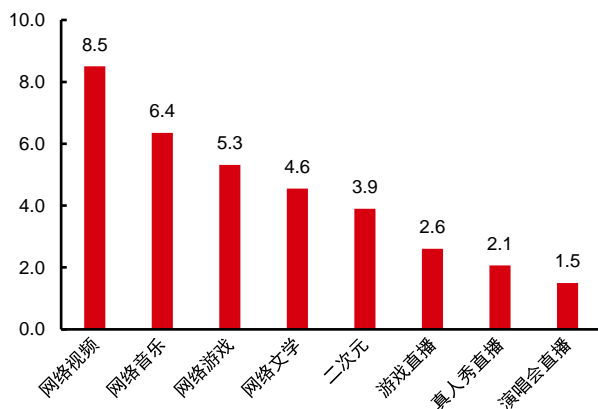
表格目录

表 1: 2019 年全球游戏业务营收规模 Top 10 上市公司, 腾讯排名首位	2
表 2: 百度搜索风云榜国产动漫 Top15 作品中, 腾讯动漫与快看动漫囊括了其中主要的漫画内容	6
表 3: 《2018 年猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》Top20 中阅文旗下作品占据 14 席	11
表 4: 腾讯控股盈利预测	26
表 5: 2020 年重要赛事版权分布, 虎牙与斗鱼版权布局均处于第一梯队	27
表 6: 斗鱼和虎牙的可比社交和社区类公司估值水平	29
表 7: 阅文集团版权运营业务发展预测	30
表 8: 阅文集团盈利预测	31
表 9: 腾讯音乐娱乐收入拆分及预测	32
表 10: 腾讯音乐娱乐盈利预测	33
表 11: 猫眼娱乐收入拆分及预测	34
表 12: 猫眼娱乐盈利预测	35

■ 腾讯泛文娱业务概览：全面布局文娱产业链

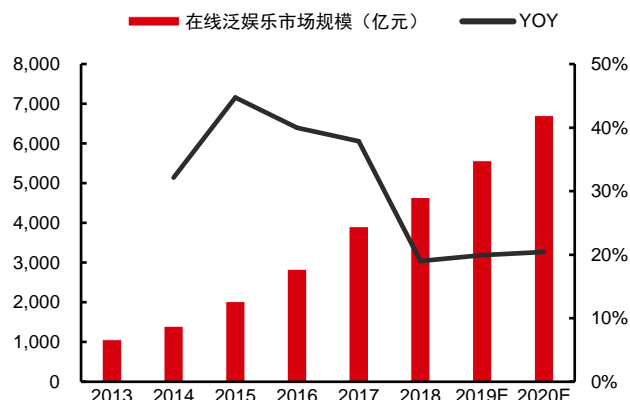
我国文娱市场和用户规模庞大，发展势头强劲。根据艾瑞咨询测算，2019 年我国在线泛文娱产业市场规模预计为 5,568 亿元（yoy+19.93%），预计 2020 年文娱行业市场规模将超过 6,000 亿元。细分赛道用户规模方面，根据中国互联网络信息中心（CNNIC）及艾瑞咨询统计，我国网络视频/网络音乐/网络游戏/网络文学/二次元/游戏直播的用户规模分别为 8.5/6.4/5.3/4.6/3.9/2.6 亿人。

图 1：我国互联网泛文娱产业主要细分领域用户规模（亿）统计



资料来源：CNNIC，艾瑞咨询，中信证券研究部 注：二次元用户规模（2019E）来自艾瑞咨询，其他娱乐形式用户规模（2020/03）来自 CNNIC；网络视频形式包括短视频

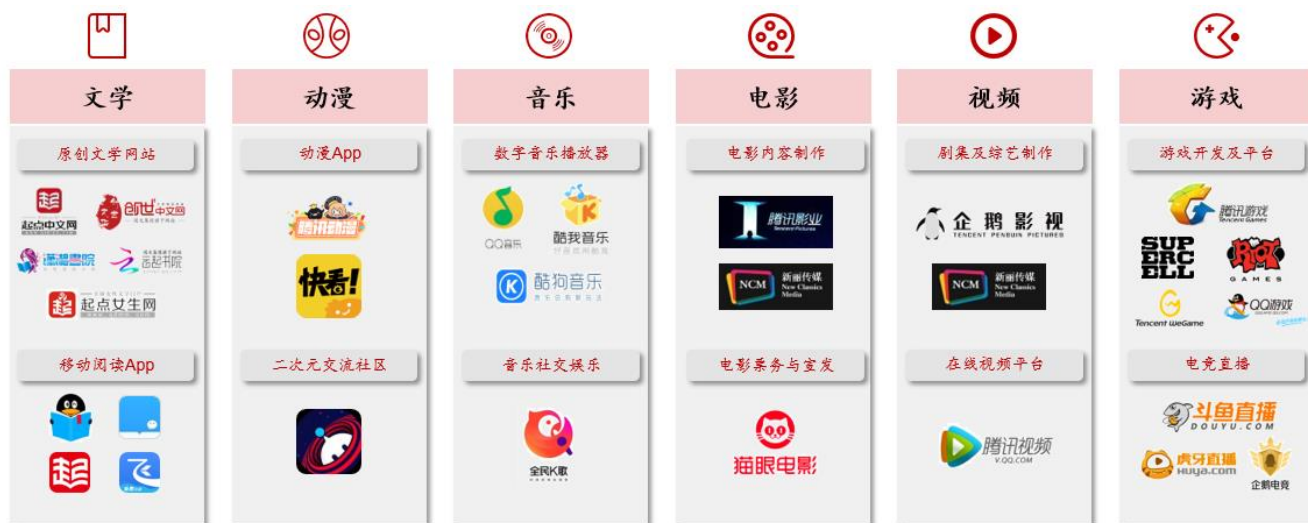
图 2：我国在线泛文娱市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

作为中国互联网龙头公司，腾讯依托其在社交网络等领域的强大影响力，通过内部孵化与外部投资在泛文娱板块内积极布局，在网络文学、动漫、在线音乐、影视制作、视频平台、网络游戏等领域均成为细分赛道翘楚，围绕 IP 逐步打造出触角广泛且影响力巨大的文娱矩阵。

图 3：腾讯在文娱板块的生态布局



资料来源：阅文集团、腾讯动漫等官方网站，中信证券研究部

腾讯在行业内首先提出“泛娱乐”概念，并在文娱领域全面布局，目前处于全面领先状态。2011年，腾讯首次提出以IP为核心的“泛娱乐”概念，并将此概念逐步由游戏领域推向网络文学、在线视频等全赛道，通过打通其文娱领域的布局，变革并完善文化产品的生产方式。2012年3月，腾讯互娱事业群正式面向网络游戏等领域提出了“泛娱乐”战略，强调以IP授权为轴心，以互联网技术和网络游戏为基础进行的跨领域、多平台的商业开发与运营模式。2018年4月，在腾讯新文创生态大会上，腾讯副总裁程武先生提出“新文创”概念，指出腾讯希望能够以IP构建为核心，打造全新的文化生产方式。目前腾讯泛文娱产业链在各细分领域均处于领先地位。

IEG 事业群：腾讯游戏是全球游戏行业领跑者

腾讯的游戏业务分属在互动娱乐事业群（IEG）。经过十余年的发展，腾讯的游戏收入已位居全球首位。腾讯的游戏业务发展可以追溯到2003年，当年腾讯代理游戏“凯旋”失败后，选择休闲游戏作为起点切入游戏业务，推出QQ游戏平台；2003到2007年期间，腾讯推出多款休闲类自研游戏；2008年以来，腾讯独家代理的《DNF》、《穿越火线》等取得巨大成功，并收购Riot Games、签约《英雄联盟》；2013年以来，腾讯发力手游业务并大力发展自研游戏，同时加码全球范围内的游戏业务投资，已成为全球收入规模大的游戏公司。

表 1：2019 年全球游戏业务营收规模 Top 10 上市公司，腾讯排名首位

排名	公司名称	国家	2019 年营业收入(\$M)	同比增速
1	腾讯	中国	20,545	+10%
2	索尼	日本	13,133	-8%
3	苹果	美国	10,832	+14%
4	微软	美国	9,273	-4%
5	谷歌	美国	7,350	+13%
6	网易	中国	6,759	+16%
7	动视暴雪	美国	5,841	-15%
8	EA	美国	5,388	+2%
9	任天堂	日本	4,954	+13%
10	万代南梦宫	日本	2,968	+2%

资料来源：Newzoo《2020 年全球游戏市场报告》，中信证券研究部

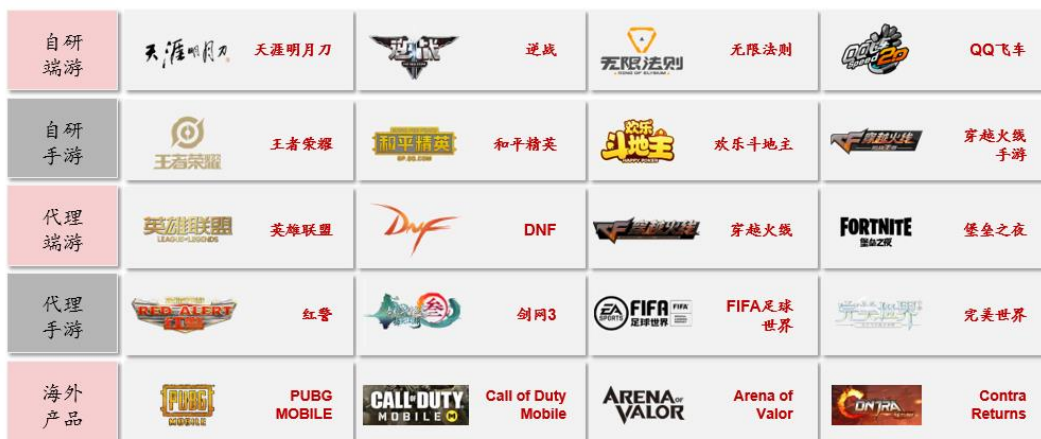
腾讯游戏具有强大的自研能力，并通过并购外部工作室拓展游戏开发能力。通过自研与代理，腾讯构建了强大的游戏 IP 矩阵。自研方面，腾讯旗下主要拥有天美、光子、魔方和北极光 4 大工作室群，自研端游包括《天涯明月刀》、《无限法则》等，自研手游包括《王者荣耀》、《和平精英》等。外部投资并购方面，依托腾讯雄厚的资金支持和产业背景，腾讯对游戏行业的战略投资遍布世界主要国家，控股了包括 Riot Game（《英雄联盟》开发商）、SuperCell（《部落冲突》开发商）在内的国际知名游戏研运公司。此外，腾讯还参股了动视暴雪、育碧等国际知名游戏研发公司，获得包括《DNF》、《堡垒之夜》在内的多个热门游戏代理。

图 4：腾讯游戏主要的自研及并购游戏团队



资料来源：腾讯游戏官网，中信证券研究部

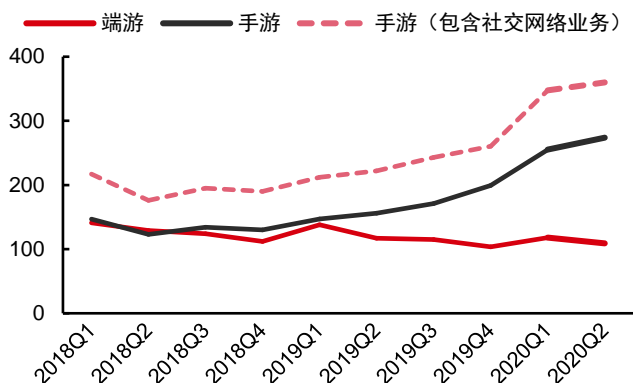
图 5：腾讯旗下代理或自研游戏头部 IP 图谱



资料来源：腾讯游戏官网，中信证券研究部

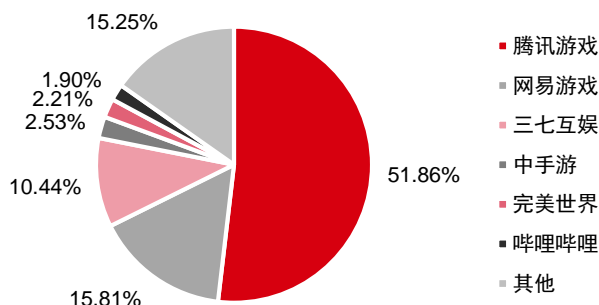
腾讯游戏业务年营收规模超千亿，国内市占率过半。2019 年，腾讯网络游戏业务实现收入 1,147 亿元，同比+10%，主要受得益于国内手游（包括《王者荣耀》及《和平精英》）的贡献以及海外游戏（如《PUBG Mobile》及 Supercell 的游戏）的贡献增加。2020H1，腾讯实现网络游戏收入 756 亿元，同比+35.46%，其中手游/端游收入分别为 529/227 亿元。若将社交网络业务中的手游业务考虑在内，则 2020H1 手游收入合计为 707 亿元，同比+63.00%。根据易观千帆的数据，2019 年，中国移动游戏市场中，腾讯发行的游戏占比达到 51.86%，远超过第二名网易的 15.81%，龙头地位稳固。

图 6：腾讯游戏业务单季度营收（亿元）情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 7：2019 年中国移动游戏发行竞争格局



资料来源：易观千帆，中信证券研究部 注：竞争格局占比以游戏的境内流水总规模计算

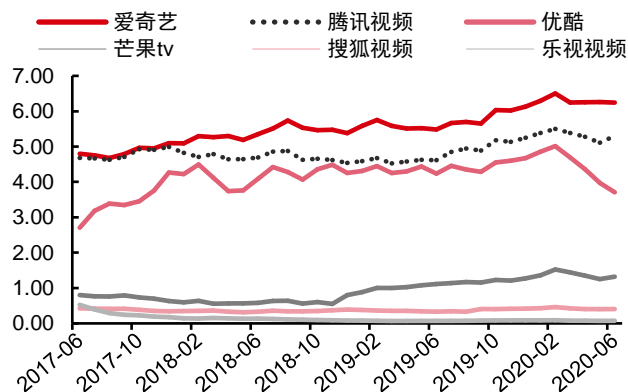
PCG 事业群：社交优势+视频先锋+国漫龙头

腾讯平台与内容事业群（PCG）下辖 QQ、QQ 空间等社交平台，应用宝、QQ 浏览器等流量平台，以及腾讯新闻、腾讯视频、体育、直播、动漫、腾讯影业、微视等内容平台。PCG 旗下的泛文娱业务代表为视频业务和动漫业务。

视频业务：腾讯视频跃居国内视频平台龙头

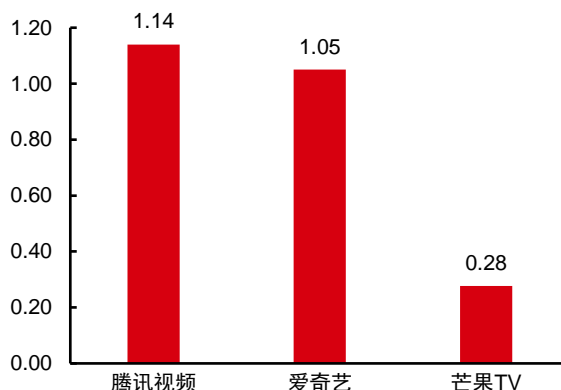
腾讯视频是腾讯旗下长视频流媒体平台，是中国在线视频行业的头部玩家。腾讯视频成立于 2011 年 4 月，依托腾讯系强大的社交流量及雄厚的资金支持，迅速崛起为国内在线视频行业的头部玩家。截至 2020Q2 末，腾讯视频付费会员数达 1.14 亿，超过爱奇艺（同期 1.05 亿），成为国内付费用户数最多的视频网站。盈利能力方面，腾讯视频业务 2019 年营运亏损在 30 亿元以下，远低于同业水平。

图 8：主要视频平台月活跃用户数（亿）



资料来源：易观千帆，中信证券研究部

图 9：2Q20 末主要在线视频平台付费会员数（亿）



资料来源：爱奇艺财报，腾讯控股财报，芒果超媒财报，中信证券研究部

腾讯视频作为国内头部的视频平台，在剧集、综艺和动漫品类均有顶级内容布局，尤其在国漫领域的布局大幅领先同类视频网站。在剧集品类上，腾讯视频依托自制实力及腾讯强大资金支持，近年来推出《如懿传》、《庆余年》、《陈情令》等多部热门剧集；在综艺方面，腾讯视频大力开发自制内容，推出了《创造营》、《明日之子》、《吐槽大会》等系列热门综艺；在动画方面，腾讯视频一方面积极布局《名侦探柯南》等海外长青动漫，另一方面大力布局国漫品类，接连推出《斗罗大陆》、《武动乾坤》等多部热门国产动画作品。

图 10：近年来腾讯视频上线的头部综艺、动画和剧集作品



资料来源：腾讯视频，中信证券研究部

动漫业务：内部孵化+外部投资，囊括头部动漫平台

腾讯的动漫布局主要包括两部分：自有的腾讯动漫和外部投资的快看漫画。在 2018 年 9 月腾讯组织架构调整中，原属于互动娱乐事业群（IEG）的腾讯动漫被划至 PCG 之中统一管理。此外，2019 年 8 月，腾讯向动漫 App 龙头快看漫画战略投资 1.25 亿美元，加大对于动漫产业的布局。

腾讯动漫成立于 2012 年，经过多年积淀成为国漫领先平台。2012 年，腾讯动漫正式成立；2013 年，初腾讯动漫与日本集英社达成大规模版权合作，获得该社 11 部经典漫画的网络电子版权；2014 年起，腾讯动漫开始加大对国漫内容的投入力度，目前腾讯动漫已经发展成为国内动漫产业领先的内容平台，推出了《一人之下》、《狐妖小红娘》等头部动漫 IP。

快看动漫上线于 2014 年，是当前月活数最高的动漫 App，2019 年 8 月获腾讯 1.25 亿美元战略投资。快看动漫创办于 2014 年 12 月，是中国新生代内容社区和原创 IP 平台。快看动漫签约 3,000 名作者，合作内容提供商超过 200 家。快看连载的《魔道祖师》、《快把我哥带走》等 IP 均成功完成动画或影视化改编。2019 年 8 月，快看获腾讯 1.25 亿美元投资，累计融资额近 25 亿人民币。

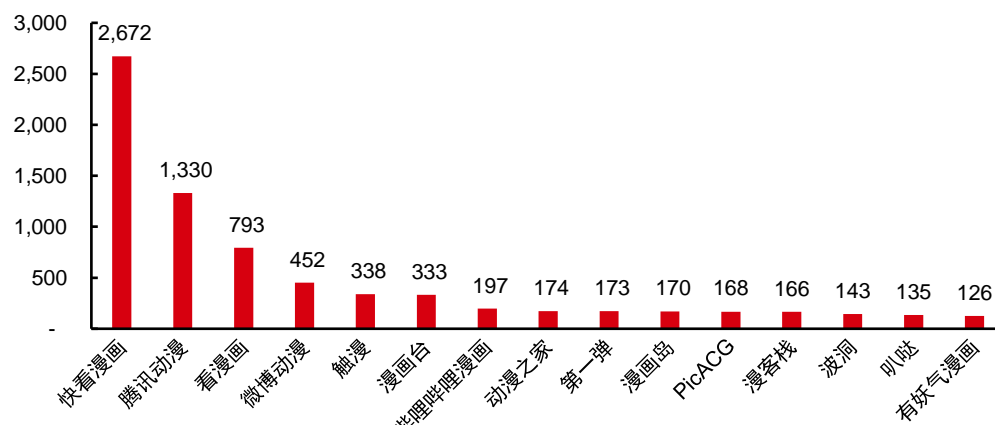
表 2：百度搜索风云榜国产动漫 Top15 作品中，腾讯动漫与快看动漫囊括了其中主要的漫画内容

排名	关键词	搜索指数	漫画形式		动画
			腾讯动漫	快看动漫	
1	斗罗大陆	6864	√	√	√
2	中国惊奇先生	3224	√		√
3	赛尔号	3085			√
4	熊出没	2202			√
5	魔道祖师	2031		√	√
6	刺客伍六七	1690			√
7	妖神记	1558	√	√	√
8	汪汪队立大功	1489			√
9	狐妖小红娘	1451	√		√
10	香肠派对	1388			√
11	一人之下	1339	√		√
12	天行九歌	1183			√
13	武庚纪	1048	√		√
14	尸兄	994	√		√
15	斗罗大陆 2 绝世唐门	979			√

资料来源：百度搜索风云榜，中信证券研究部

快看动漫、腾讯动漫分列动漫 App 前两位。根据艾瑞指数数据，2020 年 6 月，快看动漫/腾讯动漫月独立设备数分别为 2,672/1,330 万台，是动漫类 App 中仅有的两个月活超过千万的平台，相较于看动漫、微博动漫等其他平台具有较大优势。

图 11：2020 年 6 月主要动漫 App 月独立设备数（万台）



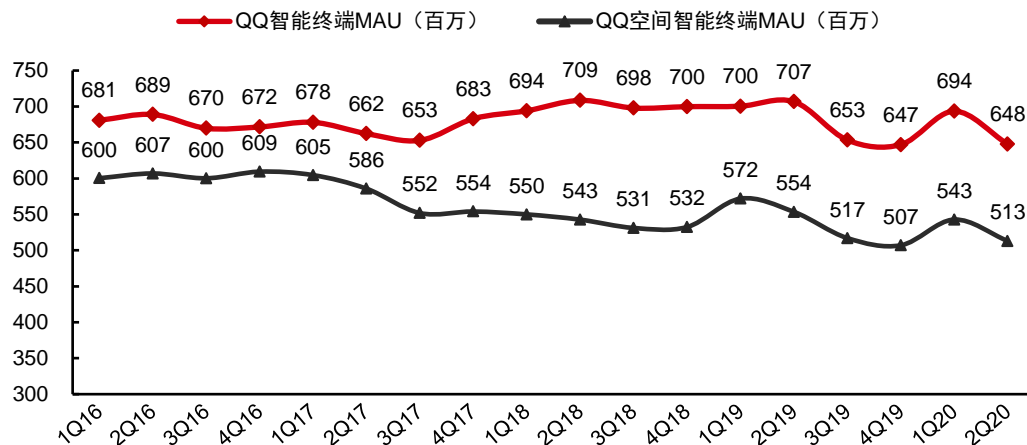
资料来源：艾瑞指数，中信证券研究部

社交平台：QQ 是年轻人社交主场，也是腾讯文娱生态重要流量入口

QQ 是国内仅次于微信的在线社交平台，在年轻用户中具有较高的影响力。QQ 诞生于 1999 年，是腾讯推出的首款即时通信与社交类产品，横跨 PC 和移动互联网时代 20 余年。在多年的发展中，QQ 紧扣年轻用户需求，不断推出新功能与新玩法，使得其在微信

称霸国内社交市场的背景下，依然可以在年轻用户中持续创造较高的影响力。20Q2 QQ 移动端 MAU 为 6.5 亿，是国内仅次于微信的社交平台。

图 12: QQ 与 QQ 空间智能终端的月活情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

QQ 是腾讯系文娱内容的重要导流渠道，贴近年轻用户的属性使得 QQ 与各内容形态更易结合。QQ 内部设有 QQ 手游、企鹅电竞、NOW 直播、QQ 音乐、全民 K 歌、波动星球（动漫社区）、腾讯看点（信息流）、腾讯微视（短视频）、手 Q 阅读（在线阅读）等入口。凭借着近 6.5 亿的月活用户，手机 QQ 是腾讯旗下文娱内容重要的流量入口。同时，相比于微信在新功能上的谨慎态度，贴近年轻用户的 QQ 对于腾讯生态内的内容端导流则更为积极。

图 13: 手机 QQ 可以向腾讯游戏、电竞直播、音乐、阅读等文娱业务导流



资料来源：手机 QQ，中信证券研究部

电竞板块：孵化企鹅电竞，控股斗鱼&虎牙

腾讯作为游戏行业龙头，在游戏产业链下游的电竞直播领域也布局深厚。通过外部战略投资与内部孵化，腾讯囊括了斗鱼、虎牙两家游戏直播双雄，同时内部孵化出成绩不俗的腾讯电竞。

图 14：腾讯在电竞直播领域的主要布局

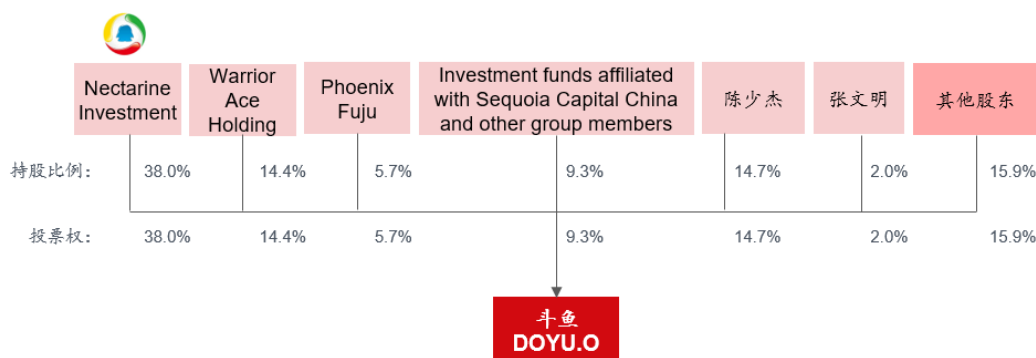


资料来源：Mob 研究院，中信证券研究部

企鹅电竞诞生于 2016 年，是腾讯内部孵化的游戏电竞与直播平台。2016 年 7 月，腾讯网联合 QQ 手游、腾讯互娱在 ChinaJoy 联合发布“企鹅电竞”项目，同年 10 月企鹅电竞官网正式上线。2019 年 1 月，企鹅电竞正式并入腾讯互娱，成为腾讯互娱的核心业务之一。根据企鹅电竞的公开披露，2019 年其平均 MAU 为 5,500 万，平台观看人次达 150 亿次，实现营收效率翻倍、付费用户翻倍，企鹅电竞在游戏直播尤其是头部电竞赛事直播领域成绩不俗。

斗鱼是国内领先的游戏直播平台，其前身为生放送直播，于 2014 年 1 月正式更名为斗鱼。腾讯持股比例 38%，是斗鱼第一大股东。2016 年 4 月，腾讯通过战略投资持有斗鱼股权，并通过后续轮次投资增加持股比例，截至斗鱼上市前，腾讯累计持股占比 37.2%。截至 2020/03/31，腾讯通过其全资子公司持有斗鱼 38.0% 股权，并拥有 38.0% 投票权，为其第一大股东。

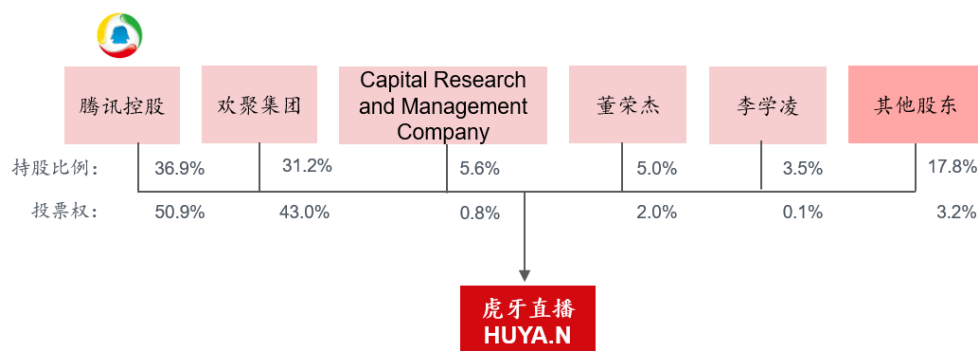
图 15：斗鱼股权结构情况（截至 2020/03/31）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

虎牙直播是中国领先的游戏直播平台，其前身为 YY 游戏直播，于 2012 年首次推出。2018 年虎牙获腾讯战略投资，2020 年腾讯成为其控股股东。2018 年 3 月，腾讯向虎牙投资 4.6 亿美元，投后持股占比 34.6%，该交易同时规定腾讯有权在 2020/03/08 至 2021/03/08 期间以市场公允价格购买额外股份，直至达到虎牙投票权的 50.1%（完全摊薄基础）。2018 年 5 月，虎牙登陆纽交所；2020 年 4 月，腾讯行使该项权利，以 2.6 亿美元收购额外股份，投票权提高到 50.9%（已发行股份基础），成为虎牙最大股东。

图 16：虎牙直播股权结构情况（截至 2020/04/03）

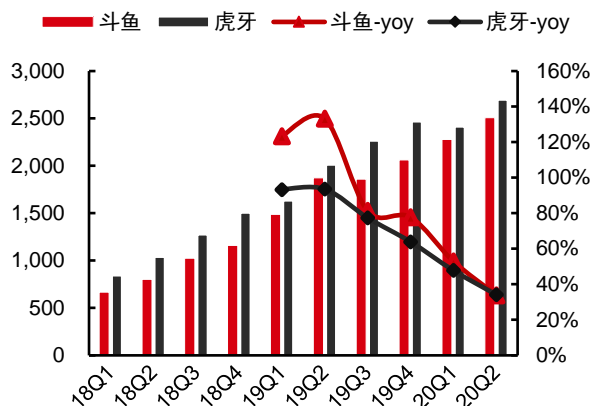


资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：投票权以虎牙已发行和流通股总数为基础计算

大股东腾讯建议斗鱼和虎牙以换股方式进行合并。2020 年 8 月 11 日，斗鱼与虎牙相继宣布接到大股东腾讯所发关于合并的非约束性初步建议，建议二者以换股方式进行合并。根据建议书内容，虎牙或其附属公司将收购斗鱼的在外流通普通股，以换取新发行的斗鱼 A 类普通股。此外，腾讯正在从虎牙股东欢聚时代及董学荣手中进一步收购其股票。截至 2020/08/10，腾讯已经与虎牙股东欢聚时代及虎牙 CEO 董学荣签署股权转让协议，根据协议内容，腾讯将从欢聚时代与董学荣手中购买虎牙 B 类普通股。截止目前，腾讯持有虎牙 51.0% 股权及 70.4% 的投票权。

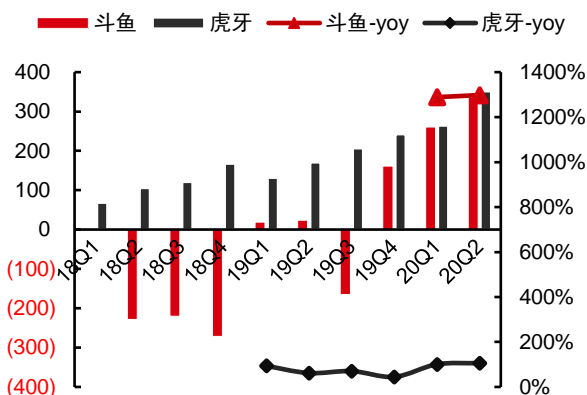
盈利能力方面，斗鱼和虎牙 2020Q2 营业收入与 Non-GAAP 净利润均实现高增长。2020Q2 斗鱼/虎牙实现营收 25.08/26.97 亿元，分别同比+34%/+34%，其中斗鱼/虎牙直播业务收入分别为 23.12/25.65 亿元，广告及其他收入分别为 1.88/1.32 亿元。2020Q2 斗鱼/虎牙实现 Non-GAAP 净利润 3.36/3.51 亿元，分别同比+1,298%/+106%，两家公司营收及净利润向好主要受益于 ARPU 及付费用户数的增长。

图 17：斗鱼、虎牙近年来营业收入及变动情况（百万元/%）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 18：斗鱼、虎牙近年来 Non-GAAP 净利润及变动情况（百万元/%）

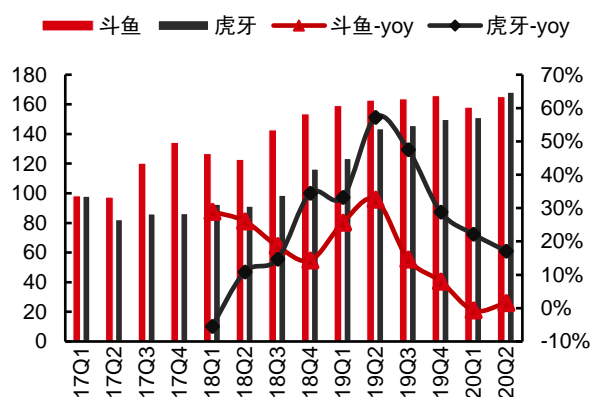


资料来源：公司财报，中信证券研究部

PC 端 MAU 增长放缓，移动端 MAU 增长强劲，斗鱼/虎牙付费率仍有上升空间。

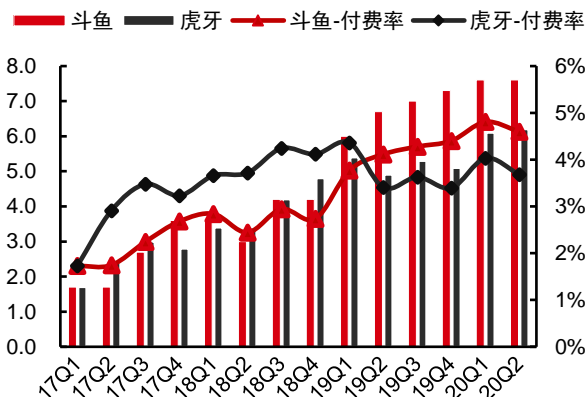
2020Q2，斗鱼/虎牙平均 MAU 分别为 1.65/1.69 亿，分别同比+1.54%/+17.10%。平均活跃用户中，斗鱼/虎牙的 PC 端分别贡献 1.07/0.93 亿，同比-4.72%/+5.57%；移动端分别贡献 0.58/0.76 亿，同比+15.42%/+35.24%，二者移动端活跃用户占比分别为 35%/45%。付费方面，2020Q2 斗鱼/虎牙平均付费用户数分别为 760/620 万人，付费率分别为 4.6%/3.7%，付费率分别同比+0.5/+0.3pcts。

图 19：斗鱼、虎牙平均月活跃用户数及变动情况（百万/%）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 20：斗鱼、虎牙平均月付费用户数及付费率（百万/%）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

网络文学：阅文集团是网络文学行业领头羊

阅文集团是中国最大数字阅读平台。阅文旗下拥有起点中文网、QQ 阅读、言情小说吧、悦读网、红袖添香等 18 个线上阅读或文学类网站品牌。阅文集团由原腾讯文学与原盛大文学于 2015 年 1 月合并而成，合并后腾讯是其控股股东。2017 年 11 月，阅文集团于香港联合交易所正式挂牌上市。截至 2020 年上半年，公司合计拥有 890 万名创作者和

1,340 万部作品储备。

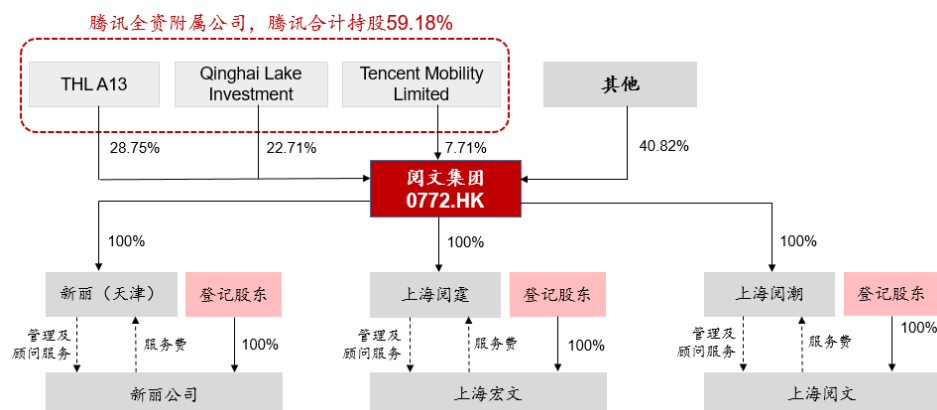
表 3:《2018 年猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》Top20 中阅文旗下作品占据 14 席

排名	作品	首发平台	是否归属阅文	排名	作品	首发平台	是否归属阅文
1	将夜	起点中文网	√	11	海上牧云记	杂志连载	
2	凡人修仙传	起点中文网	√	12	三体	杂志连载	
3	鬼吹灯	起点中文网	√	13	楚乔传	潇湘书院	√
4	全职高手	起点中文网	√	14	琅琊榜	起点女生网	√
5	盗墓笔记	起点中文网	√	15	扶摇皇后	潇湘书院	√
6	三生三世十里桃花	晋江文学城		16	龙蛇演义	起点中文网	√
7	斗破苍穹	起点中文网	√	17	武动乾坤	起点中文网	√
8	择天记	创世中文网	√	18	九州缥缈录	杂志连载	
9	雪中悍刀行	纵横中文网		19	紫川	起点中文网	√
10	圣墟	起点&创世中文网	√	20	花千骨	晋江文学城	

资料来源:《猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》(胡润研究院、猫片), 中信证券研究部

腾讯合计持股占比 59.18%，是阅文集团控股股东。截至 2020H1，腾讯旗下全资子公司 THL A13、Qinghai Lake 和 Tencent Mobility Limited 分别持有阅文集团 28.75%、22.71% 和 7.71% 的股份。腾讯合计持股占比 59.18%，是阅文集团控股股东。

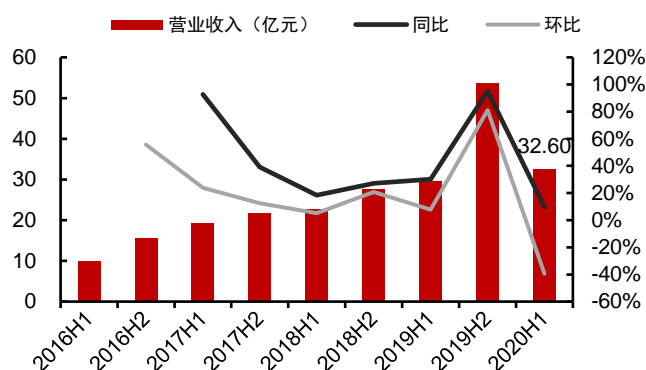
图 21: 截至 2020H1 阅文集团股权结构，腾讯持股比例 59.18%



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

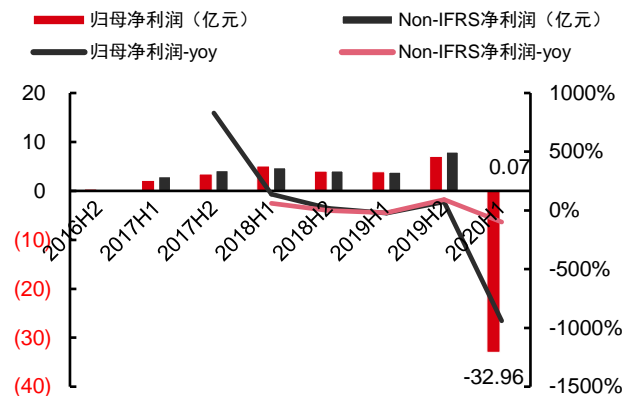
阅文 2020H1 整体营收同比增长 9.77%，在线阅读业务与版权运营业务涨跌互现，受商誉减值影响净利润首次录得亏损。20H1，阅文集团实现营收 32.60 亿元 (yoy+9.77%)，其中在线业务实现收入 24.95 亿元 (yoy+50.10%)，版权运营及其他实现收入 7.6 亿元 (yoy-41.55%)。受旗下新丽传媒大幅商誉减值影响，20H1 公司归母净利润为-32.96 亿元；若剔除一次性非经营性损益，公司 Non-IFRS 净利润 0.07 亿元 (yoy-98.20%)。

图 22: 阅文集团半年度营业收入 (亿元/%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

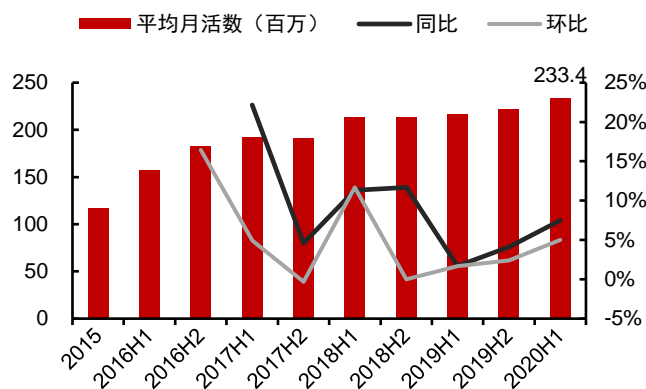
图 23: 阅文集团半年度归母净利润 (亿元/%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

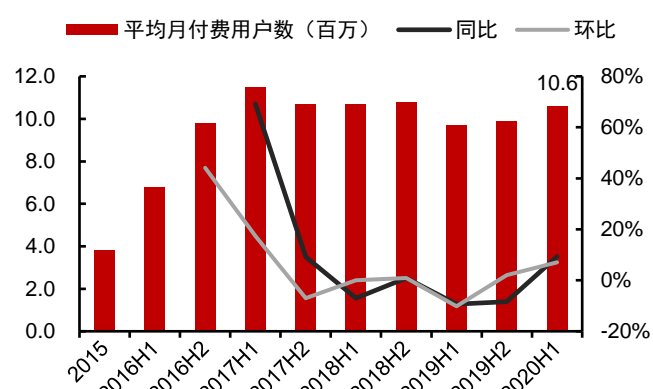
在线阅读月活跃用户数达 2.33 亿, ARPU 高增 51%。2020H1, 阅文在线阅读业务平均 MAU 达 2.33 亿 (yoy+7.51%), 平均月付费用户 1,060 万 (yoy+9.28%), 对应付费比率 4.54% (yoy+0.09pcts), 付费用户数及付费比率均扭转下降趋势。2020H1, 公司平均 ARPU 达 204.6 元 (yoy+51.56%), ARPU 高增的原因主要是单用户价值较高的微信公众号渠道阅读业务的迅速增长。

图 24: 阅文集团半年度 MAU (百万)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

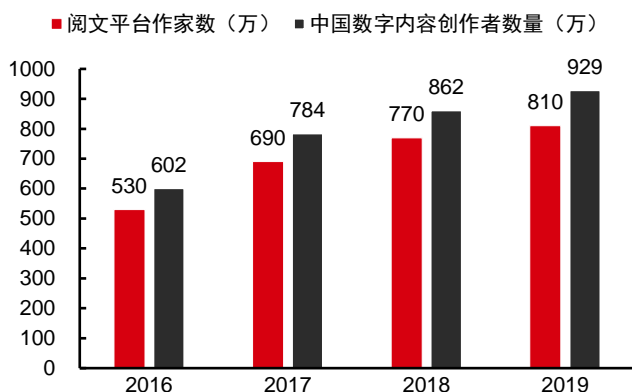
图 25: 阅文集团半年度 MPU (百万)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

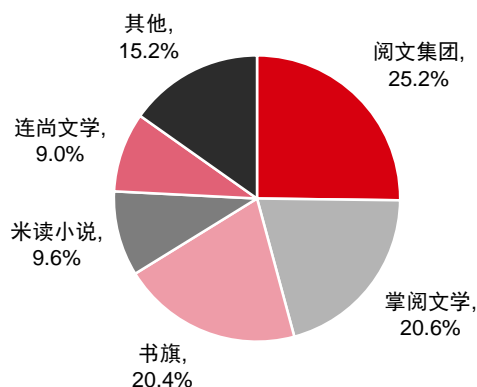
阅文集团在网络文学领域的流量优势来自其海量且优质的作家资源。根据比达咨询数据, 2019 年阅文集团占数字阅读行业流量份额为 25.2%, 位居行业首位。2019 年底公司拥有 810 万名作者, 且呈现逐年攀升趋势。根据中国音像与数字出版协会公布数据, 同期全国数字内容创作者数量为 929 万。据此推算, 阅文平台作者数量占全国比重为 87.19%, 遥遥领先行业内容其他公司。

图 26: 阅文平台作家数与全行业创作者数量（万）对比



资料来源：公司财报，中国音像与数字出版协会，中信证券研究部

图 27: 2019 年中国数字阅读全景生态流量市场份额

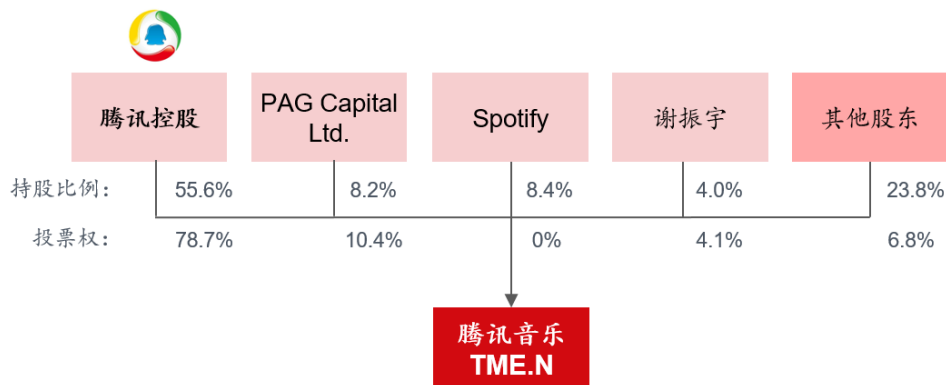


资料来源：比达咨询，中信证券研究部

在线音乐：TME 是国内在线音乐龙头

腾讯音乐娱乐集团（TME）由中国音乐公司（CMC）及腾讯集团音乐业务于 2016 年 7 月合并而来。TME 以音乐领域多年耕耘为依托，借助腾讯生态优势，综合发展音乐及社交娱乐生态，成为行业领头羊。TME 旗下主要拥有 4 个主要音乐产品：QQ 音乐，酷我音乐，酷狗音乐和全民 K 歌，其中前 3 者提供在线音乐服务包括数字音乐平台服务，全民 K 歌提供社交娱乐服务。股权方面，截至 2020/03/25，腾讯持有 TME 55.6% 的股权和 78.7% 的投票权，是 TME 的控股股东。

图 28: TME 股权结构情况（截至 2020/03/25）



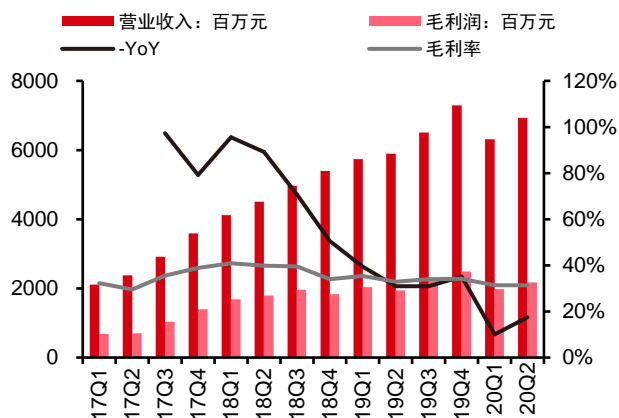
资料来源：公司财报，中信证券研究部

TME 在国内在线音乐市场中拥有庞大并完整的音乐资源版权库。作为中国最大的内容库，TME 旗下 App 总共包含超过 3,500 万首音乐，覆盖索尼、环球、华纳、英皇、中国唱片集团等 200 多家音乐厂牌。背靠腾讯文娱体系的内容资源，2019 年 TME 覆盖了市场上超过 90% 的电影和电视音乐原声带版权，20H1 TME 覆盖了市场上超过 80% 综艺音乐版权。

TME 2020Q2 公司实现营收同比+17.5%，其中在线音乐服务收入同比高增 42.2%。2020Q2 公司实现营收 69.3 亿元（yoy+17.5%），其中在线音乐服务收入 22.2 亿元

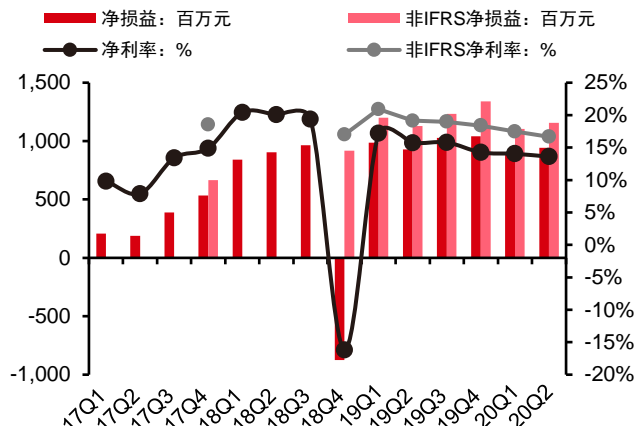
(yoy+42.2%); 社交娱乐服务收入 47.1 亿元 (yoy+8.6%)。2020Q2 公司净损益 9.4 亿元 (yoy+1.6%), Non-IFRS 净利润 11.5 亿元 (yoy+2.3%)。

图 29: 腾讯音乐营业收入及毛利润变动情况



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

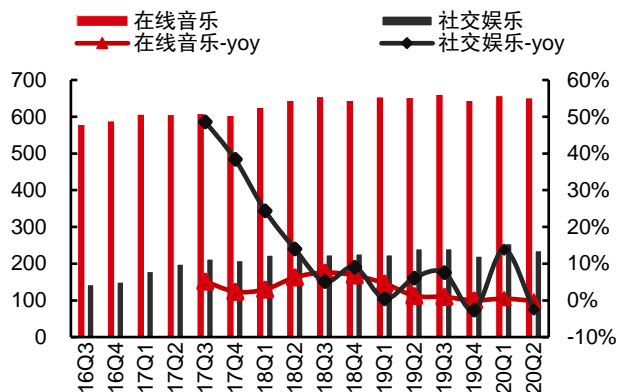
图 30: 腾讯音乐净利润及净利润率



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

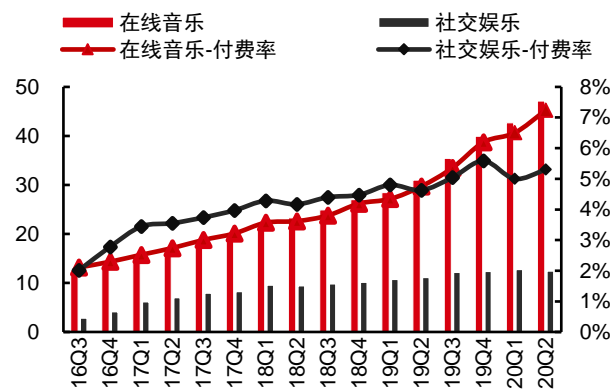
TME 在线音乐服务付费率持续创新高, 社交娱乐服务 ARPU 回暖, 公司推出创新产品应对短视频竞争。2020Q2, 公司在线音乐/社交娱乐服务 MAU 分别达到 6.51/2.36 亿 (同比基本持平), 在线音乐/社交娱乐服务付费用户数分别达到 4,710/1,250 万, 分别同比 +51.9%/+11.6%, 在线音乐服务单季度付费用户净增 440 万, 推动在线音乐服务付费率同比提升 2.5pcts 至 7.2%, 创下历史新高。随着付费墙推进及用户付费习惯持续养成, 公司音乐付费比率仍有较大的增长空间。社交娱乐方面, 为应对短视频分流影响, 公司推出“FAN 直播”、“酷狗唱唱”等创新产品, 并在全民 K 歌中积极强化 KOL 激励。

图 31: 腾讯音乐的在线音乐和社交娱乐服务月活跃用户数 (百万/%)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 32: 腾讯音乐的在线音乐和社交娱乐服务月付费用户数 (百万/%)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

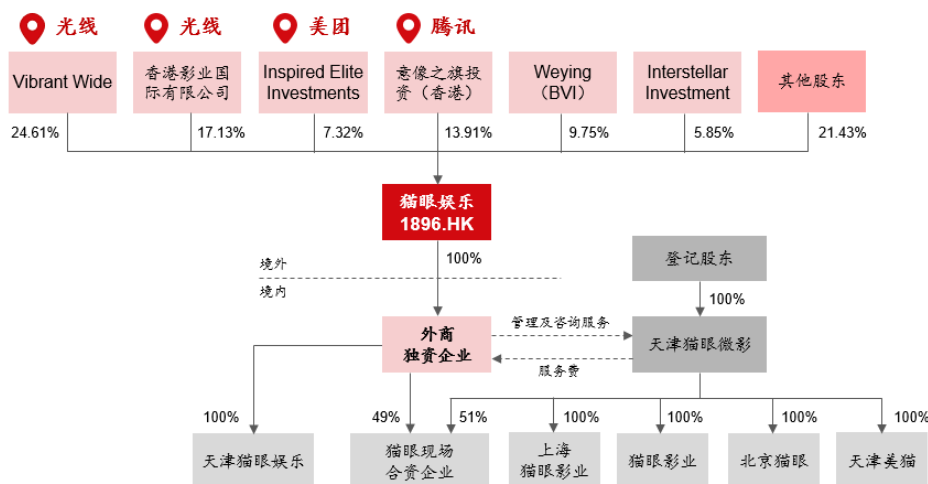
电影票务: 猫眼领跑垂直行业, 市占率过半

猫眼娱乐是中国在线电影票务龙头, 主要业务涵盖在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、娱乐电商服务以及广告服务。猫眼发源自 2012 年美团在线电影票务部门; 2013 年推出具有在线选座功能的猫眼应用程序; 2016 年从美团点评剥离, 并引入光线系作为战略投资

人，开始作为电影主控发行方开展业务。根据公司公告，按 2019 年全年电影票务总交易额统计，猫眼的市场占有率超过 60%，是电影票务市场占比最高的应用。

2017 年，公司引入腾讯作为战略投资者，与腾讯达成战略合作伙伴关系，成为微信支付及 QQ 钱包入口内置的少数几个平台之一，并且是其中唯一的电影、现场演出及体育赛事平台。截至 2019/12/31，腾讯通过全资子公司意象之旗持股猫眼 13.91%。

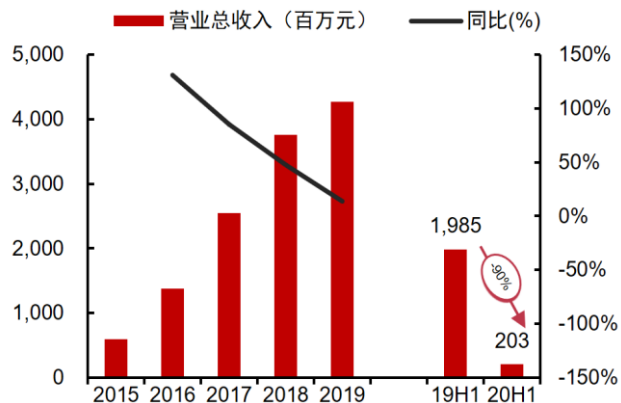
图 33：猫眼娱乐公司股权结构（截至 2019/12/31）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

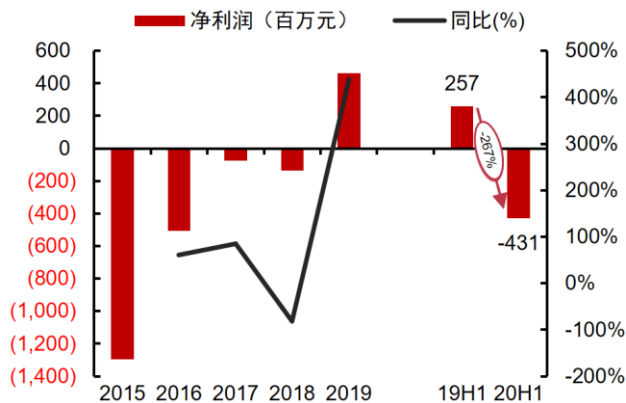
疫情冲击业绩下挫，影院复工将逐步迎来经营改善。20H1 公司实现营收 2.03 亿元，同比-89.8%；净亏损 4.31 亿元，同比下滑-267.33%。收入大幅下滑与业绩亏损主要源于疫情导致线下娱乐一度停摆，冲击票务服务与电影投资、宣发等业务。2020/07/20 以来，全国影院开始陆续复工，随着《八佰》、《信条》、《我和我的家乡》、《姜子牙》、《夺冠》等热门大片陆续上线或定档，以及近期部分城市影院上座率限制由 30%放松到 50%，预计电影产业链修复进度将加快，带动公司下半年各项业务逐步回归常态。

图 34：猫眼娱乐营业收入（百万元）及变动情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 35：猫眼娱乐净利润（百万元）及变动情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

IEG/PCG 牵头整合，从“遥控”到“下水”

IEG+PCG：腾讯文娱核心，团队战斗力强悍

腾讯文娱业务主要由 IEG（互动娱乐事业群）和 PCG（平台与内容事业群）负责，二者基本掌握了腾讯系主要的文娱产业上游 IP 资源、生产能力和 C 端流量。具体来看，IEG 负责游戏（研运与发行）、电竞（赛事与直播）等互动娱乐业务的运营，PCG 负责社交平台（QQ 与 QQ 空间等）、流量平台（应用宝与 QQ 浏览器等）与内容平台（腾讯视频与腾讯动漫等）的布局。

图 36：腾讯 IEG 与 PCG 主要业务一览

IEG	游戏研运		游戏分发		电竞	
	 腾讯游戏 腾讯游戏		 WeGame Tencent WeGame		 腾讯电竞 TENCENT E-SPORTS	
PCG	 QQ游戏 QQ游戏		 QQ游戏 QQ游戏		 企鹅电竞 企鹅电竞	
	社交	信息流	短视频	长视频	影业&动漫	新闻&体育
PCG	 QQ	 QQ看点 QQ看点	 微视 腾讯微视	 腾讯视频 腾讯视频	 腾讯动漫 腾讯动漫	 腾讯新闻 腾讯新闻
	 QQ空间	 天天快报 QQ浏览器	 企鹅影视 企鹅影视	 腾讯视频 企鹅影视	 腾讯影业 腾讯影业	 腾讯体育 腾讯体育

资料来源：腾讯官网，中信证券研究部

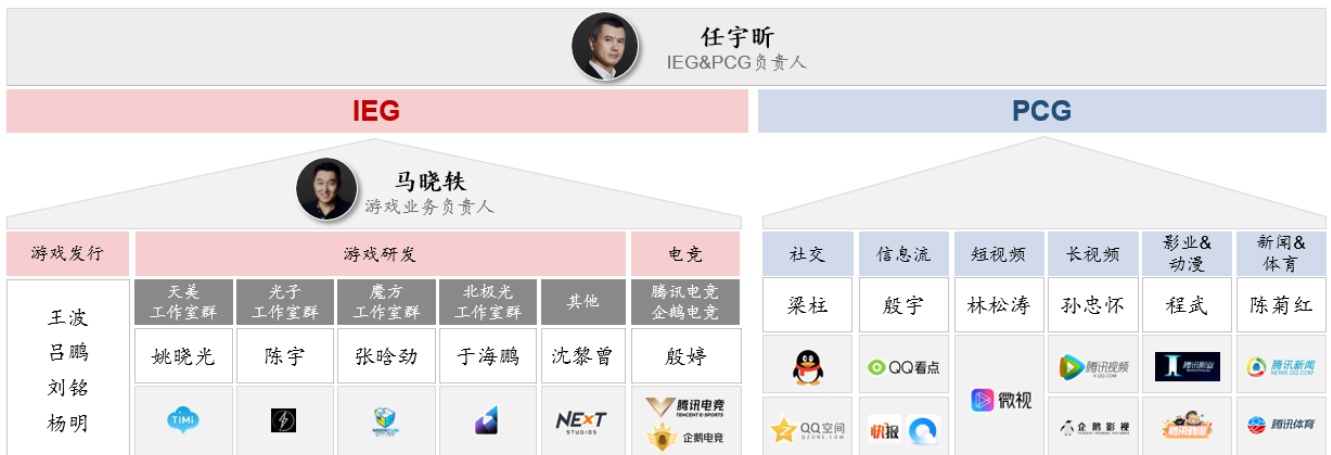
管理团队方面，2018 年 9 月腾讯新一轮业务划分重组后，IEG 与新成立的 PCG 均由任宇昕先生负责。

IEG 管理团队深耕游戏行业多年，带领腾讯游戏自端游时代起一路超越盛大、网易等对手，崛起成为如今全球范围内的绝对龙头，在研发、发行等环节均有强劲的战斗力的。腾讯游戏业务主要由马晓轶先生管理，其全面负责腾讯在全球范围内的游戏发行业务。IEG 具体业务主要分为游戏开发、游戏发行和电竞直播，其中游戏开发主要由 4 个核心工作室群承担，对应负责人分别为姚晓光（天美工作室群）、陈宇（光子工作室群）、张晗劲（魔方工作室群）、于海鹏（极光工作室）；游戏发行业务主要由王波、吕鹏和刘铭等人负责；电竞业务主要由 IEG 游戏直播业务部总经理殷婷负责。

PCG 方面，管理团队由任宇昕先生带领 8 名腾讯副总裁级别的“合伙人”组成。PCG 由原 MIG（移动互联网事业群）、OMG（网络媒体事业群）、SNG（社交网络事业群）和 IEG 中与社交平台、数字内容、流量平台相关的团队整合而来，业务跨度极广。PCG 业务由任宇昕先生牵头，带领 8 位“合伙人”共同管理，其中梁柱（社交）、殷宇（信息流）、林松涛（短视频）、孙忠怀（长视频）、程武（影业&动漫）、陈菊红（新闻&体育）等人分

别负责不同赛道。

图 37：腾讯 IEG 和 PCG 的主要管理团队



资料来源：腾讯官网，36 氪，The Information，中信证券研究部

IEG&PCG 负责人任宇昕先生 2000 年从华为离职加入腾讯，是腾讯游戏业务的灵魂人物。2005 年 IEG 初成立时，任宇昕便担任首任负责人，凭借敏锐的市场嗅觉与强大的领导力带领腾讯建立游戏帝国。2012 年 5 月起，任宇昕出任腾讯首席运营官。2019 年 9 月起，任宇昕在 IEG 之外，兼任新成立的 PCG 负责人，进一步完善腾讯“泛文娱”版图。

游戏业务负责人马晓轶先生 2007 年从光通公司离职加入腾讯，出任腾讯游戏副总裁。2008 年 11 月起，马晓轶全面负责腾讯在全球范围内的游戏发行业务，建立及维护与合作公司的长期伙伴关系，与任宇昕联手带领腾讯游戏成长为行业龙头。2018 年 9 月腾讯组织架构调整后，马晓轶进入腾讯最高决策机构总裁办。

腾讯影业&腾讯动漫负责人程武先生是腾讯“新文创”战略的主要推动者。程武 2009 年加入腾讯，负责 IEG 的战略、市场、渠道、泛娱乐等工作。2011 年起，程武推动腾讯在游戏业务基础之上，先后开启了动漫、网络文学、影业、电竞等业务，并全面负责相关业务战略规划及日常运营工作。目前程武负责 PCG 中腾讯影业及腾讯动漫业务，同时任阅文集团 CEO、猫眼娱乐非执行董事等职，是腾讯“泛娱乐”战略的主要推动者。

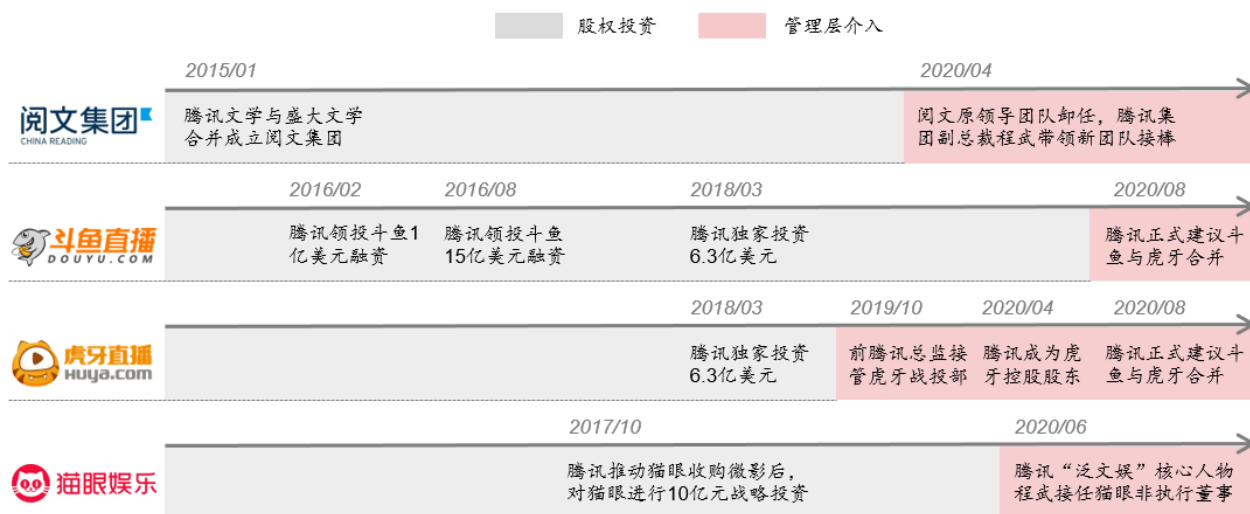
腾讯视频&企鹅影视业务由孙忠怀先生负责。孙忠怀 2003 年加入腾讯，2004-2013 年期间担任腾讯网总经理，全面负责门户业务的内容运营与组织管理；2013 年 7 月起，孙忠怀接任原腾讯在线视频业务负责人刘春宁，负责在线视频整体战略规划及运营；2015 年 9 月起，孙忠怀担任新成立的企鹅影视 CEO，全面负责腾讯视频和企鹅影视的运营与管理。

阅文+猫眼+斗鱼/虎牙：从战略投资到入场管理

IEG/PCG 是腾讯文娱业务的主力军，具有极强的产业和流量资源。在腾讯文娱板块的业务整合中，我们预计将主要以 IEG/PCG 的管理团队与资源支持为主。随着各个业务板块之间的合作逐渐加深，腾讯近年来从股权投资深化为更多的管理层介入，我们预计这

样的“进场”趋势在腾讯文娱板块将继续推进。

图 38：腾讯对旗下文娱板块投资公司直接管理介入增多



资料来源：公司财报，财经媒体“晚点 LatePost”等，中信证券研究部

腾讯系程武团队接棒阅文集团管理层，将进一步打开阅文与腾讯文娱业务的合作通路。 2015 年 1 月，腾讯文学与盛大文学合并为阅文集团后，腾讯成为阅文控股股东，公司业务由原腾讯文学 CEO 吴文辉和原盛大文学 CEO 梁晓东任联席 CEO 进行管理。随着腾讯文娱生态与阅文的合作逐步深入，2020 年 4 月阅文原管理团队退任，腾讯系管理团队程武和侯晓楠先生分别接任阅文集团 CEO 与总裁职位。

图 39：2020 年 4 月阅文集团管理团队变更情况



资料来源：公司公告，阅文集团官网，中信证券研究部

腾讯派驻游戏直播业务高管入职虎牙，力推斗鱼、虎牙整合。 根据财经媒体“晚点 LatePost”2019 年 10 月报道，虎牙新任 CEO 助理曾担任腾讯产品总监，曾是腾讯游戏直播业务部负责人下属，这一人事变动显示腾讯对于虎牙管理层的控制有所加强。2020 年 8 月 11 日，腾讯正式向斗鱼与虎牙发出非约束性合并建议书，建议二者以换股方式进行合并。腾讯作为斗鱼与虎牙的大股东，对于二者的股权与管理团队整合正在推进中。

腾讯“泛文娱”战略核心人物程武接任猫眼董事，腾讯进一步加强对于猫眼管理层介入。2020年6月，程武先生接任猫眼非执行董事职位，有望进一步加强猫眼与腾讯文娱板块的联动性，进一步助力腾讯与猫眼在影片生产、宣传、发行、IP打造等领域的战略协同。此外，程武同时作为阅文集团CEO，有望加强猫眼与阅文在IP开发等领域的深入合作。

■ 三线并行，腾讯泛文娱业务整合初探

结合以上对于腾讯泛文娱各子板块的运营情况与竞争实力分析，以及管理团队方面的整合趋势，我们从产业链角度分析各板块间的协同性，并探讨各项业务的改善空间。整体来看，游戏、影视和音乐是腾讯文娱整合的3条主线，我们将从产业链视角纵深展望腾讯文娱板块的整合机遇与发展空间，挖掘各项业务的发展机遇与投资价值。

游戏业务：阅文+IEG+斗鱼/虎牙，重点打造腾讯自己的游戏社区

从产业链视角来看，游戏产业主要分为上游的创意开发（原创、IP改编）、中游的产品制作以及下游的游戏社区。腾讯目前在上游布有阅文集团，中游坐拥强大自研团队，下游斗鱼、虎牙位居细分赛道龙头。我们认为，在IEG的推动下，上下游间将有更多资源与业务的协同，提高游戏产出效率，并进一步增强用户粘性。

图 40：腾讯文娱板块游戏条线的协同方式

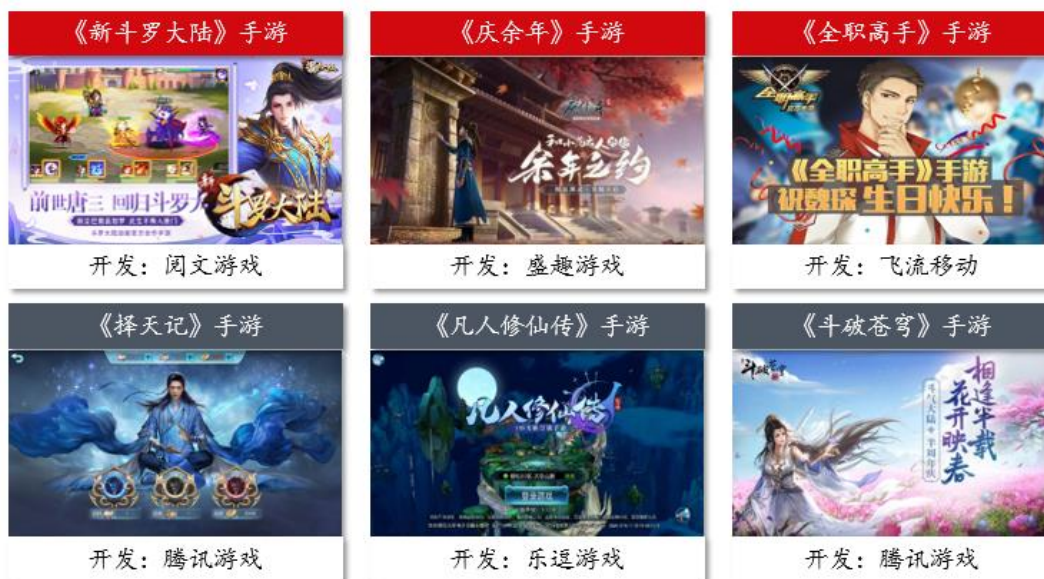


资料来源：阅文集团，腾讯动漫等公司官网，中信证券研究部绘制

上游创意内容供给方面，文学、动漫与影视作品是游戏改编的主要IP来源，阅文集团、腾讯动漫和腾讯视频的原创IP共同为游戏创意注入源头活水。我们认为，未来阅文将有更多的网文IP被授权给腾讯游戏进行开发，这将为腾讯带来更多游戏创意内容供给，也将为阅文带来更多版权运营市场。腾讯游戏已经发展为国内规模最大的游戏厂商，但是随着端转手红利逐步耗尽，游戏业务亟需新的IP供应。阅文作为国内网文龙头，旗下已经有IP授权给腾讯及其他游戏厂商进行手游开发。阅文与腾讯游戏在网文改编游戏领域的深化合作，一方面将为腾讯游戏注入更多内容创意，另一方面也将持续放大阅文IP价值，

助力 IP 进一步改编为影视、动漫等内容。

图 41：阅文集团旗下网文 IP 被授权改编为多个手游产品



资料来源：阅文集团官网，中信证券研究部

下游游戏直播及内容社区方面，面对迅速崛起的快手及 B 站等平台在游戏直播领域的积极布局，腾讯需要进一步扩大其在垂类游戏社区内的影响力。目前斗鱼、虎牙在游戏直播市场占据第一梯队，是游戏口碑孵化与宣传的有利的窗口。随着腾讯主导下斗鱼和虎牙合并的开始，未来两家平台将减少恶性竞争，加大内容社区建设，打造游戏品类的垂类内容社区。

我们认为，未来斗鱼/虎牙将与腾讯游戏间有更多数据互通，有望打通游戏使用数据和直播数据，进一步强化游戏产品与游戏社区之间的联动。此外，以斗鱼为代表的游戏内容社区的建设，也将进一步提高游戏用户粘性，为腾讯游戏业务引流。

影视条线：阅文+PCG+猫眼，内容渠道联动打造大文娱生态

影视产业链主要包括三个环节：上游 IP 供给（文学/动漫/游戏），中游内容生产（影视制作）与下游渠道放映（影院/视频平台），我们认为围绕阅文、腾讯 PCG 和猫眼间的深化合作将强化腾讯在影视板块的影响力与生命力。

图 42：腾讯文娱板块影视条线的协同方式



资料来源：阅文集团，腾讯动漫等公司官网，中信证券研究部绘制

上游 IP 供给方面，阅文和腾讯动漫是腾讯影视内容的两大主要改编源头。阅文集团是中国网络文学的领头羊，旗下头部 IP 作品被改编为多部热门影视作品。我们认为，随着阅文与腾讯的合作进一步深化，未来将有更多的文学 IP 被提供给腾讯的影视制作体系。企鹅影视、腾讯影业、新丽传媒是腾讯视频自制影视内容主要来源，未来随着阅文与上述内容制作环节的合作进一步加强，将更大程度丰富腾讯视频的内容供给。这样的合作一方面可以强化腾讯的独家内容供给，增强视频平台的内容吸引力，另一方面可以通过自制内容控制采购成本。

网络文学 IP 的影视化改编一方面将为阅文的版权运营业务带来更大的业绩增量空间，另一方面将放大文学 IP 价值，反哺文学作品。我们认为，通过将网文 IP 授权给腾讯影视制作环节，将盘活阅文内容库价值，为其版权运营业务带来更大的增加空间。此外，影视作品的成功也可以反哺原著，推高 IP 在各个环节的热度。例如，在剧集《庆余年》热播期间，小说《庆余年》在完结十年后重新登上起点中文网畅销榜前三甲，可见全产业链的 IP 运营将对各个环节都有所助益。

图 43：以《庆余年》为例看影视条线的协同开发



资料来源：起点读书，腾讯视频，中信证券研究部

从下游内容发行来看，猫眼娱乐将就电影内容宣发与腾讯深化合作。猫眼在票务垂直赛道的龙头渠道地位将助力腾讯影业的影片宣发；此外，猫眼长期积累的用户数据将有助于内容制作环节更好地理解消费者的内容偏好，提高爆款产出概率。猫眼也将持续受益于作为腾讯系的微信支付及 QQ 钱包入口内置的唯一的电影、现场演出及体育赛事平台，依托微信、QQ 的用户流量保住稳定的基本盘。此外，与腾讯在电影制作环节的协同，将为猫眼打开增长天花板，带来更大业绩弹性。

音乐条线：阅文+IEG/PCG+TME，“音乐+”深度合作打开增量空间

音乐内容作为综艺、影视、游戏等娱乐方式的有机组成部分，对于腾讯文娱生态不可或缺，同时以有声书为代表的长音频赛道有望为 IP 合作带来新的增量空间。TME 与阅文集团、腾讯视频、腾讯游戏等的深度联动，一方面将拓宽 TME 的独家音乐储备，另一方面将最大限度地发挥 TME 的音乐资源及用户数据优势，为影视、游戏等内容定制更具受用户欢迎的音乐作品。

图 44：腾讯文娱板块音乐条线的协同方式



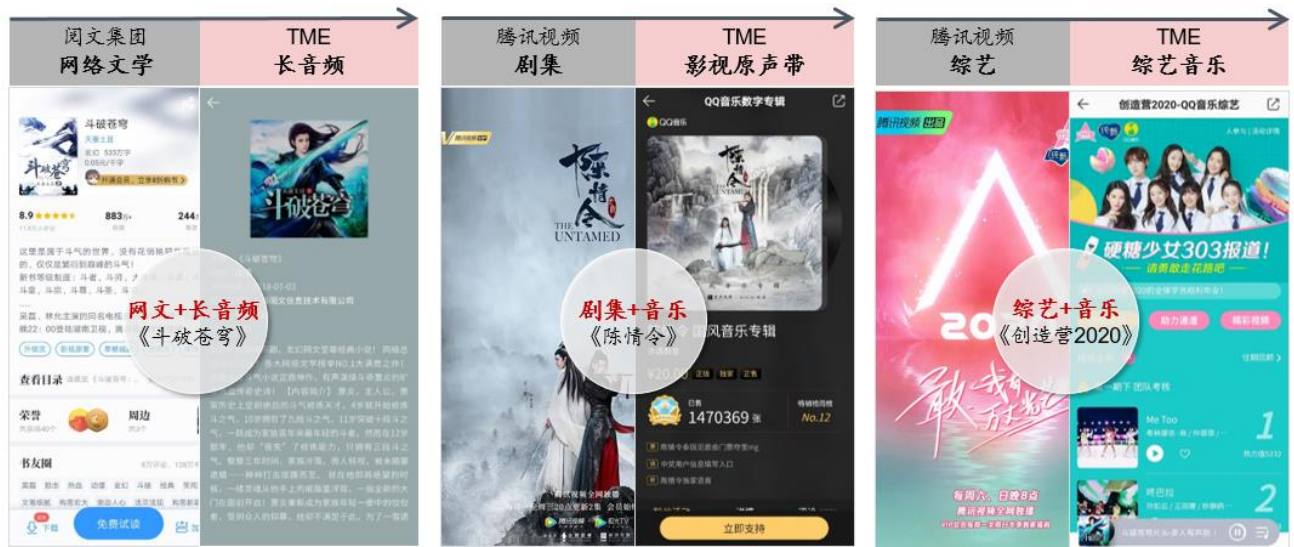
资料来源：阅文集团，腾讯视频等公司官网，中信证券研究部绘制

“网文+长音频”：长音频对网文作品有核心需求，阅文集团与 TME 的合作水到渠成。
随着中国互联网用户红利见顶，TME 发力长音频赛道，满足不同应用场景下的用户需求，而有声书便是长音频的核心内容。2020 年 3 月，阅文与 TME 达成战略合作，共同开拓长音频领域有声作品市场。我们认为，随着长音频行业的成熟发展，内容版权将成为市场竞争力的核心，这一合作将助力 TME 构建强大的竞争壁垒，也将为阅文的版权运营业务带来增量需求。

“综艺+音乐”：音乐类节目作为综艺品类的核心组成，为 TME 带来持续的流量热度。
腾讯视频作为国内头部视频平台，在自制音乐、选秀类型的综艺中具有强大的市场影响力，典型代表为“创造营”系列团体选秀、“明日之子”系列音乐养成类选秀等。该类腾讯自制综艺音乐作品均独家授权 TME，并通过投票打榜合作等方式进行深度合作。以腾讯视频的《创造营 2020》为例，选手表演的曲目均独家上线 TME 旗下音乐平台，并在 QQ 音乐等平台设置选手投票通道。我们认为，独家综艺音源合作，一方面将助力 TME 在用户中构建强大的版权壁垒，另一方面，TME 旗下在线音乐平台的 6.51 亿 MAU 也成为综艺节目影响力的扬声器，助力综艺节目实现破圈。

“影视/游戏+音乐”：影视与游戏作品的主题曲及配乐作为其有机组成部分，TME 可发挥音乐人优势助力打造优质音乐作品，该作品也构建了 TME 的内容版权优势。
TME 不仅作为腾讯视频自制影视剧和腾讯游戏主要音源平台，也借助其在音乐人领域的资源及内容创作方面的强项，为作品定制主题曲或配乐并进行联合推广。这样的合作，一方面扩大了 TME 的版权优势，有助提高用户粘性；另一方面，TME 在音乐人资源领域的优势，能够在合作中为影视剧制作方（企鹅影视等）和游戏开发商（腾讯游戏等）打造更受用户欢迎的音乐作品。

图 45：腾讯文娱生态音乐条线联动案例



资料来源：QQ 阅读，QQ 音乐，腾讯视频等，中信证券研究部

■ 风险因素

腾讯泛文娱生态各板块间整合受阻，进度不及预期；短视频等新兴内容对于用户内容消费习惯的冲击；美国政府对腾讯的行政制裁的后续影响范围及程度存在不确定性。

■ 投资建议

我们看好腾讯文娱板块的整合对于公司业绩的长期提振以及运营效率的改善，维持**腾讯控股(00700.HK)**目标价 650 港币，维持“买入”评级。我们认为随着**腾讯斗鱼(DOYU.O)**和**虎牙直播(HUYA.N)**合并事宜的持续推进，二者有望迎来价值重估。我们预计随着程武团队对于**阅文集团(00772.HK)** IP 运营的战略改革逐步落地，长期看好阅文作为腾讯文娱生态源头活水的价值，预测公司 20-22 年 EPS 分别为-2.39/1.52/1.62 元，当前股价对应 PE 为 N/A/31x/29x，维持“买入”评级。

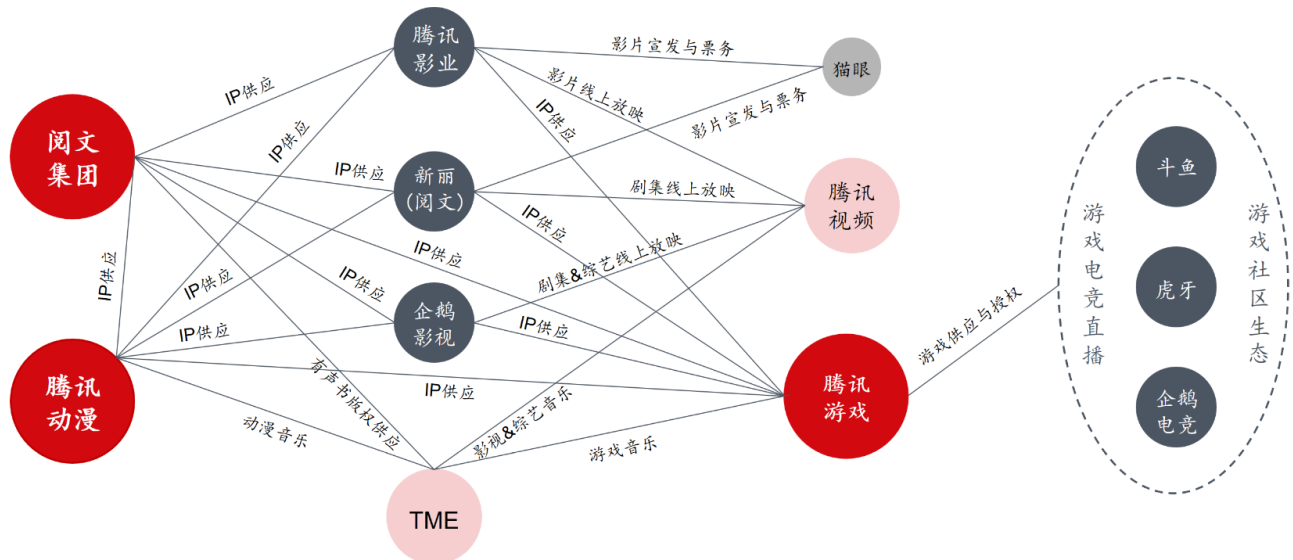
腾讯音乐娱乐(TME.N)积极布局内容建设，推进付费墙战略，并发力长音频赛道，探索发展增量空间。我们预计公司业绩具有较大弹性，预测公司 20-22 年 EPS 分别为 1.16/1.65/2.01 元，当前股价对应 PE（标准）为 46x/33x/27x，维持“增持”评级。**猫眼娱乐(01896.HK)**作为电影票务行业的垂直龙头，将受益于“腾猫联盟”的合作深化。我们预计随着电影行业的复工复产陆续推进，猫眼下半年业绩将逐步复苏，预测公司 20-22 年 EPS 为-0.13/0.63/0.89 元，当前股价对应 PE 为 N/A/19x/14x，维持“买入”评级。

腾讯控股：文娱板块一体打通，优势地位持续巩固

腾讯 IEG/PCG 事业群所领导的文娱板块整合，将进一步夯实腾讯在文娱内容上的产业化水平，通过多部门协作最大化挖掘 IP 价值。从文娱生态各部门的联动性来看，我们

认为腾讯已经在文娱板块构建了一张串联各个环节的商业网络。我们认为随着不同条线中内容生产环节的整合逐步落地腾讯在文娱行业的优势地位将进一步放大。

图 46：腾讯文娱板块主要业务关联图



资料来源：中信证券研究部绘制

游戏：我们认为随着上游 IP 提供方与中游的游戏开发在业务合作方面愈发成熟，未来 IP 改编类游戏的开发将成为常态。随着下游斗鱼和虎牙的合并的推进，腾讯将强化其在用户社区的渗透能力。上游 IP 供给方面，我们预计随着 IP 协同运营体系的成熟，阅文集团将为腾讯游戏输出更多头部 IP。下游内容生态方面，斗鱼与虎牙合并后将加强游戏内容社区的定位，腾讯在下游流量端地位将有望进一步提升。

影视：随着上游 IP 供给端和中下游内容制作与放映端的协同不断深化，未来基于阅文集团、腾讯动漫、腾讯游戏的 IP 开发的头部影视作品将更多地推出，这将为腾讯视频贡献更多独家头部内容，并更为有效控制内容成本。我们认为以企鹅影视、腾讯影业为代表的自制内容板块将是下游腾讯视频业务盈利的核心。腾讯视频所在的长视频平台行业长期处于亏损阶段，我们认为平台内容采购支出占比过高是亏损的主要原因，而自制内容的发力有望有效缓解内容成本高企问题。

音乐：我们认为音乐内容作为综艺、影视、游戏等娱乐方式的有机组成部分，是腾讯文娱生态的有机组成部分。2019 年 TME 覆盖了市场上超过 90% 的电影和电视音乐原声带版权，20H1 TME 覆盖率市场上超过 80% 综艺音乐版权。TME 与腾讯视频、腾讯游戏及阅文集团等的深度联动，一方面将拓宽 TME 的独家音乐储备，另一方面将最大限度地发挥 TME 的音乐资源及用户数据优势，为影视、游戏等内容定制更具受用户欢迎的音乐作品。此外，有声书为代表的长音频赛道有望为 IP 合作带来增量空间。

综合公司整体业务体系来看，我们认为腾讯是当前中国市场最具投资价值的公司之一。公司在社交、游戏、广告等互联网业务基本盘稳定，收入持续增长、盈利提升。在金融、云计算等企业业务领域，公司积极布局、快速成长；此外，腾讯会议、企业微信等新爆款

应用，有助公司业务从单纯的娱乐端向协同办公、SaaS 服务端拓展，有助在 2B 端打开估值空间。展望下半年，源于核心产品稳定表现，以及新产品储备充足，我们判断公司游戏业务有望继续维持强劲表现；金融业务利润率、对公司整体利润贡献亦有望稳步提升；伴随国内经济的企稳复苏，在线广告业务面临压力有望逐步减弱；同时疫情之后国内企业向云端迁移进程亦有望加快，持续利好公司云计算业务。

风险因素：游戏、在线视频政策监管风险；宏观经济下行导致在线广告市场萎缩风险；新互联网产品&服务用户分流风险；市场竞争持续加剧风险等。

投资策略： 2020H1，公司游戏业务表现强劲、金融和企业业务逐渐恢复。我们看好公司在文娱板块的整合对于业绩的长期提振作用以及运营效率的改善。我们维持公司 2020/21/22 年净利润（GAAP）、净利润（Non-GAAP）预测分别为 1207/1438/1727 亿元、1217/1463/1757 亿元，维持公司“买入”评级，维持 650 港币目标价。

表 4：腾讯控股盈利预测

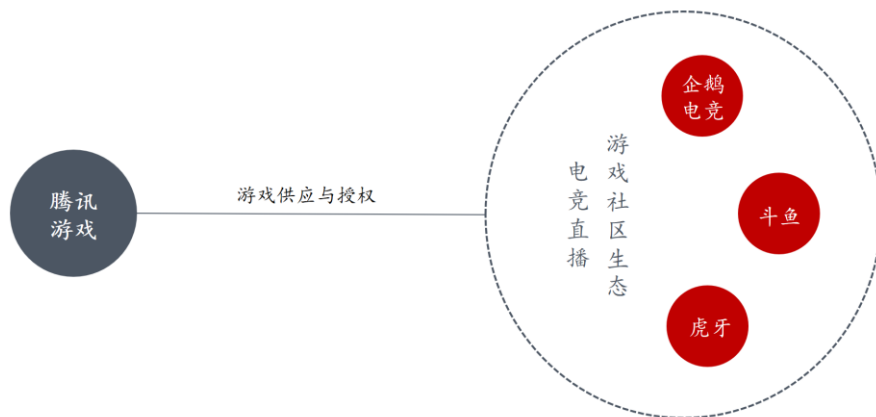
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	312,694	377,289	481,606	582,034	690,767
营业收入增长率 YoY	31%	21%	28%	21%	19%
净利润(百万元)	78,719	93,310	120,651	143,811	172,664
净利润增长率 YoY	10%	19%	29%	19%	20%
Non-GAAP 净利润（百万元）	77,469	94,351	121,651	146,311	175,664
Non-GAAP 净利润增长率 YoY	19%	27%	31%	18%	21%
PE（GAAP）	55	47	36	30	25
PE（Non-GAAP）	56	46	36	30	25

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 9 月 11 日收盘价

斗鱼/虎牙：合并倒计时，强强联手打造腾讯游戏内容社区

斗鱼和虎牙作为腾讯游戏下游直接对接的游戏内容社区，其游戏直播业务对于腾讯游戏的用户获取与口碑发酵起到重要作用。随着腾讯对于二者合并的持续推动，我们预计未来其与腾讯游戏在内容与数据联动上将有更加深入地合作，这将有助于其进一步提高市场占有率。

图 47：斗鱼/虎牙与腾讯文娱生态中其他部分的关联业务



资料来源：中信证券研究部绘制

目前，斗鱼、虎牙与企鹅电竞存在一定程度的竞争关系，在头部游戏主播的争抢上存在一定程度的内耗。根据公司财报数据，2020Q2 斗鱼/虎牙平均月活数分别为 1.65/1.69 亿，同处于游戏直播领域第一梯队；根据艾瑞咨询援引小葫芦大数据平台数据，热度 Top 1,000 的游戏主播中，31.1%位于斗鱼，30.7%位于虎牙，快手直播、企鹅电竞、哔哩哔哩直播等其他平台合计占比 38.2%。在游戏直播版权资源差别不大的背景下，对于头部主播的争取一方面是对观众流量基本盘的维护，但同时也带来了主播成本高企所造成的内耗。

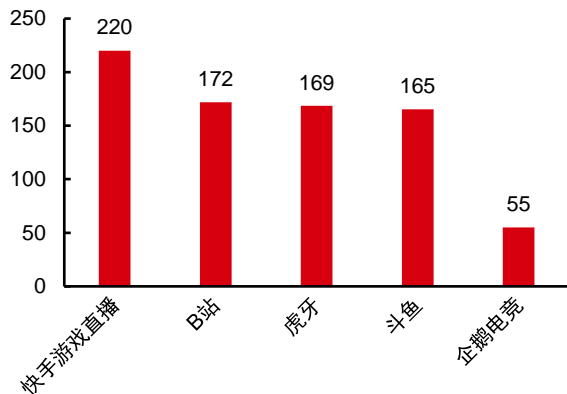
表 5：2020 年重要赛事版权分布，虎牙与斗鱼版权布局均处于第一梯队

	英雄联盟	和平精英	DOTA2	守望先锋	王者荣耀	穿越火线	CS: GO	绝地求生
虎牙直播	LPL、LCK、LCS、LEC 赛事	PEL、PGL、PEGI 赛事		OWL 赛事	KPL、KPLGT 赛事	CFPL、CFML、CFEL 赛事	UCC、EPL 赛事	
斗鱼直播	LPL 赛事	PEL 赛事	DOTA2 职业联赛		KPL、KPLGT 赛事	CFPL、CFML 赛事		PCL、PGS、PGC 赛事
企鹅电竞	LPL 赛事	PEL 赛事			KPL、KPLGT 赛事	CFPL、CFML 赛事		PCL、PGC 赛事
快手直播	LPL 赛事	PEL 赛事			KPL、KPLGT 赛事	CFPL、CFML 赛事		PCL、PGC 赛事
哔哩哔哩直播	LPL 赛事、独家全球总决赛		ESL、DPL-CDA 赛事	OWL 赛事、OC 联赛	KPL、KPLGT 赛事	CFPL、CFML 赛事	EPL 赛事	

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

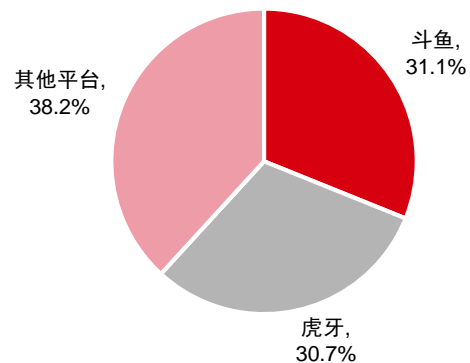
快手、B 站电竞直播兴起，且与腾讯协同效应小，腾讯需要自己的游戏社区。依托短视频业务的强大用户基础，快手在游戏直播领域迅速崛起。2019 年快手推出“百万游戏创作者扶持计划”。根据 2020 ChinaJoy 期间快手公布的数据，截至 2020 年 5 月，快手游戏直播 MAU 超过 2.2 亿，已经超过在游戏直播行业中深耕多年的斗鱼、虎牙。此外，B 站在游戏直播业务亦野心勃勃。2020 年 8 月，B 站与 Riot Games 共同宣布达成英雄联盟全球赛事战略合作，B 站正式获得中国大陆地区 2020-2022 连续三年的全球赛事独家直播版权。快手和 B 站在电竞直播领域快速突破，和腾讯协同效应小，且快手和 B 站均有自己独立的业务发展规划。腾讯游戏需要一个新的面向年轻用户的游戏社区平台，斗鱼和虎牙合并是最快速的实现方式。

图 48: 头部游戏直播平台 MAU 情况 (百万)



资料来源: 公司财报, 公司官网, 中信证券研究部 注: 快手游戏直播数据来自 2020 ChinaJoy 公开披露, 数据区间为 2020/05; 斗鱼、虎牙 MAU 数据来自公司财报, 数据区间为 2020Q2; 企鹅电竞数据来自公司官网, 数据区间为 2019 全年; B 站 MAU 数据来自公司财报, 数据区间为 2020Q1。

图 49: 2019 年热度 TOP 1,000 游戏直播主播归属平台分布情况



资料来源: 艾瑞咨询 (小葫芦大数据), 中信证券研究部

斗鱼&虎牙整合进入倒计时, 我们预计斗鱼和虎牙将在更加良性的竞争中构建国内领先的游戏内容社区。2020 年 8 月 11 日, 斗鱼与虎牙相继宣布接到其接到大股东腾讯的关于合并的非约束性初步建议书, 腾讯建议二者以换股方式进行合并。如果上述业务整合得以顺利推进, 我们估算 2 家 MAU 初步加总 (未剔除平台间重合) 超过 3.3 亿, 将打造出国内游戏直播领域的超级航母。对于斗鱼和虎牙而言, 这样的整合所带来的发展机遇可以从三个维度考虑: 首先, 有利于斗鱼、虎牙之间减少对于游戏主播的内耗争抢, 建立良性的竞争关系; 其次, 进一步提升直播业务与游戏业务之间的合作与协同关系; 此外, 打通垂直的游戏直播业务线, 在与快手、B 站等直播新秀的竞争中占据有利地位。

未来, 斗鱼有望成为腾讯垂直的游戏内容社区, 围绕游戏构建涵盖游戏直播、游戏录播、游戏中短视频等在内的多元内容形态。在下游游戏社区影响力的提升也将进一步反哺腾讯游戏产品。斗鱼和虎牙汇集了国内主要的硬核游戏玩家, 未来有望围绕电竞直播进一步布局包括游戏中短视频等在内的多元内容, 增强用户粘性。此外, 中短视频更便于社交分享, 提升平台影响力, 更好的破圈吸引中轻度用户。这样的游戏内容社区定位, 将为腾讯旗下游戏产品推广与口碑发酵提供重要的渠道, 对于腾讯游戏更好的触达用户将起到重要作用。

我们认为, 从纯游戏直播平台向内容社区的转型将提高斗鱼和虎牙的用户粘性, 带来公司的价值重估。我们选取腾讯、Facebook、Twitter、微博、哔哩哔哩等国内外主流的社区类互联网公司作为参照, 对其 PS 倍数及单用户价值进行对比分析。基于彭博 2020E 营收一致预期, 以上 5 家社交与社区类公司的 PS 倍数均值为 8.26x, 单用户市值均值为 194 美元, 相较于斗鱼/虎牙的 PS 倍数 3.37x/3.48x、单用户市值 30/34 美元均有较高溢价。我们认为, 斗鱼和虎牙的估值倍数与社区类互联网公司的差距部分原因在于公司目前营收来源与业务形态相对较为单一, 市场对于平台持续提升用户粘性以及不断破圈吸引中轻度用户的能力存在一定担忧。随着斗鱼与虎牙围绕电竞直播发力构建多元内容的游戏内容社

区，我们认为将进一步提升用户粘性与付费意愿，带来公司价值的重估。

表 6：斗鱼和虎牙的可比社交和社区类公司估值水平

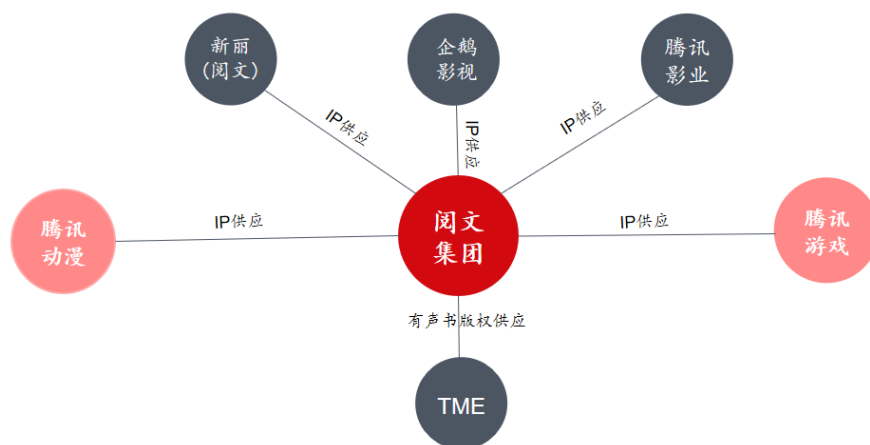
公司代码	公司名称	股价单位	股价(元)	市值(亿美元)	2020E 营收 (亿美元)	2020E PS	MAU (亿)	单用户市值 (美元)
0700.HK	腾讯控股	港币	516.00	6,380	701.06	9.10	12.06	529
FB.O	Facebook	美元	266.61	7,595	799.28	9.50	27.00	281
TWTR.N	Twitter	美元	38.93	308	32.93	9.35	4.74	65
WB.O	微博	美元	33.25	75	16.58	4.54	5.50	14
BILI.O	哔哩哔哩	美元	43.02	141	15.99	8.83	1.72	82
平均						8.26		194
DOYU.O	斗鱼	美元	15.81	50	14.90	3.37	1.65	30
HUYA.N	虎牙直播	美元	25.79	57	16.49	3.48	1.69	34

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：公司股价截至 2020/09/11 收盘，2020E 营收来自彭博一致预期，MAU 统计区间为 2020Q2；腾讯 MAU 以微信月活数估算

阅文集团：网文巨擘厚积薄发，多元变现空间广阔

阅文集团作为腾讯泛文娱生态的重要 IP 源头，为腾讯动漫、腾讯影视制作、腾讯游戏和腾讯音乐等板块输送了大量精品版权内容，并将持续受益于腾讯泛文娱板块的深入整合。网络文学在影视化改编中具有天然优势，是国内改编类影视作品的重要版权来源，而阅文集团作为国内网络文学头号玩家，在版权储备方面拥有雄厚的内容库。随着腾讯泛文娱板块的 IP 协同打造趋于成熟，阅文集团作为内容供应方将持续受益于下游对于优质内容的需求，在版权分销业务中打开显著的增量空间。

图 50：阅文集团与腾讯文娱生态中其他部分的关联



资料来源：中信证券研究部绘制

从长期来看，我们认为阅文集团将是腾讯泛文娱生态整合中重要受益者之一。首先，程武先生所领导的新任管理团队在泛文娱整合发展方面具有丰富的经验，我们预计随着新任管理层对于阅文 IP 业务进行详尽梳理后，将积极推动阅文 IP 的影视化、动漫化与游戏化改编；**第二**，良好的版权运营也将反哺阅文的网文创作生态。阅文与腾讯泛文娱生态的深度合作关系，为作品的衍生开发提供了更多的可能性。在吸引创作者入驻方面，将为阅

文带来更强的市场竞争力。**第三**，结合近两年来在线阅读行业掀起免费阅读模式变革，我们认为阅文新管理层上任后将采取更为积极举措加以应对，对部分付费意愿较低的用户流量进行商业化变现，带来利润增量空间。

我们测算认为阅文免费阅读广告收入市场空间可达 27.5 亿，随着新任管理层在免费阅读业务上加大货币化力度，这一增量利润空间可逐步释放。2018 年中以来，免费模式为在线阅读市场带来新动能，行业诞生了七猫免费小说、米读、番茄免费读书等一批千万级 MAU 的头部玩家。公司原管理层防御性布局飞读小说，但是推进力度不及预期。新任管理层就职后，计划进一步推动更多内容以免费阅读形式进行商业化流量变现。我们基于阅文 2020H1 的 MAU 与付费率数据，参考行业主要对手的广告频次与定价，保守测算认为阅文的免费阅读营收空间可达到 27.5 亿元。随着公司在免费阅读领域的推广力度加大，依托阅文旗下强大的优质网文版权库资源，我们预计这一增量空间可逐步释放。

图 51：阅文集团免费阅读广告空间测算

核心假设		敏感性分析					
核心指标							
月活跃用户数（万人）	23,340						
DAU/MAU	1/5						
免费用户占比	95%						
免费用户广告渗透率	70%						
人均日使用时间（分钟）	50						
单页阅读时间（分钟）	0.5						
人均阅读页数（页）	100						
广告展示间隔（每隔 N 页）	6						
阅读界面人均日展示广告数（个）	17						
其他界面人均展示广告数	5						
eCPM（元）	10						
年度广告收入（亿元）	27.49						

广告收入（亿元） 敏感性分析		eCPM（元）				
		6	8	10	12	15
广告展示间隔 （每隔 N 页）	8	17.06	19.90	22.75	25.60	29.87
	7	18.28	21.53	24.78	28.04	32.92
	6	19.90	23.70	27.49	31.29	36.98
	5	22.18	26.74	31.29	35.84	42.67
	4	25.60	31.29	36.98	42.67	51.21

资料来源：公司财报，中信证券研究部测算

版权运营方面，我们认为随着疫情防控基本稳定，新丽传媒业绩将恢复弹性；随着阅文与腾讯文娱业务的合作进一步深化，公司 IP 版权库将迎来需求端改善，IP 授权数量将提速改善。由于疫情影响公司 IP 运营主体新丽传媒 20H1 业绩不及预期，叠加新管理层上任后对于 IP 版权资源进行复盘梳理，预计对公司 2020 年 IP 授权业务拓展造成一定冲击。我们预计随着管理层对于公司版权资源的梳理逐步完成，IP 授权业务将加速推进，我们对公司 2020-2022 年 IP 授权数目分别予以-5%/5%/10%的增速预期，对应 2020-2022 年版权运营收入增速分别为-47%/30%/35%。

表 7：阅文集团版权运营业务发展预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
版权运营总收入（百万元）	163.00	247.00	385.59	1,003.03	4,423.10	2,323.20	3,020.16	3,926.21
Yoy		51.53%	56.11%	160.13%	340.97%	-47.48%	30.00%	35.00%
1) IP 授权（百万元）	163.00	247.00	385.59	1003.03	1186.80	1183.84	1305.18	1507.48

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Yoy		51.53%	56.11%	160.13%	18.32%	-0.25%	10.25%	15.50%
IP 授权数目 (个)	97	122	128	135	141	134	141	155
Yoy		25.77%	5.00%	5.00%	5.00%	-5.00%	5.00%	10.00%
IP 授权平均价格 (万元)	168	202	301	746	840	882	926	973
Yoy		20.48%	48.68%	147.74%	12.69%	5.00%	5.00%	5.00%
2) IP 运营 (百万元)					3,236.30	1139.37	1714.98	2418.73
Yoy						-64.79%	50.52%	41.04%

资料来源：公司财报，中信证券研究部测算

风险因素：新管理层整合不及预期；核心作者及编辑流失风险；免费阅读进展不及预期；付费阅读业务下滑风险；IP 版权开发不及预期。

盈利预测、估值与评级：随着阅文与腾讯文娱生态的整合逐步落地，2021 年开始公司版权运营业务有望复苏。但考虑到公司目前管理层上任后对业务梳理及新战略规划落实仍需一定时间，我们预计 2020H2 阅文的版权运营业务仍然处于过渡期。我们预测公司 2020-22 年 EPS 分别至 -2.39/1.52/1.62 元，当前股价对应 2020-22 年的 PE 为 N/A/32/30 倍。考虑到新任管理层对于阅文&腾讯的影视泛娱乐生态整合战略明确，我们长期看好阅文作为腾讯文娱生态源头活水的价值，维持公司“买入”评级，建议积极关注后续公司各项业务整合进展情况。

表 8：阅文集团盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,038.25	8,347.77	7,634.96	8,899.29	10,301.77
营业收入增长率 YoY	23.03%	65.69%	-8.54%	16.56%	15.76%
净利润(百万元)	910.64	1,120.58	-2,415.55	1,543.43	1,641.82
净利润增长率 YoY	63.75%	23.05%	-315.56%	N/A	6.37%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.90	1.11	-2.39	1.52	1.62
毛利率	50.77%	44.23%	50.15%	49.64%	49.00%
净资产收益率 ROE	4.95%	5.78%	-14.22%	8.33%	8.14%
每股净资产 (元)	18.18	19.16	16.77	18.30	19.92
PE	53.8	43.7	N/A	31.8	29.9
PB	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3

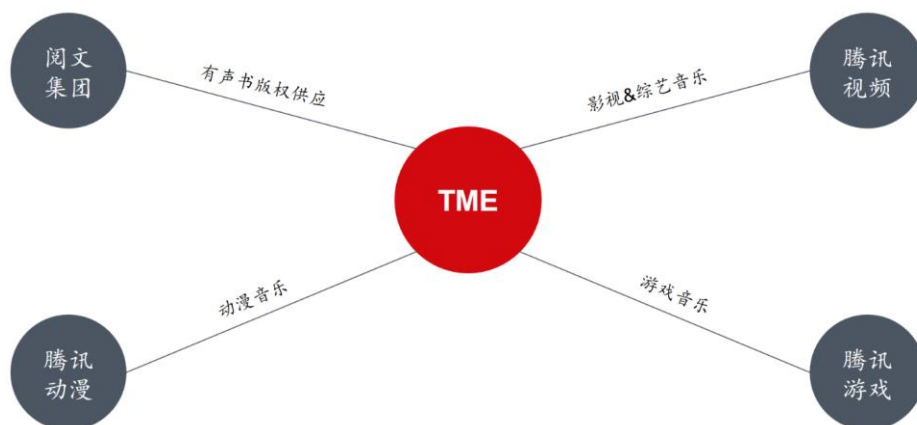
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：公司股价截至 2020/09/11 收盘

腾讯音乐娱乐：“TME+” 深化音乐内容合作

TME 在持续推进付费墙战略的基础上，积极与头部唱片公司合作巩固音乐版权优势，与腾讯视频和腾讯游戏合作深入布局在综艺、影视和游戏内容的音乐版权，并发力长音频赛道，拓展市场增量空间。我们认为公司的在线音乐付费处于长期的上升通道，随着上述业务合作持续深入，TME 将进一步丰富内容供给，强化独家版权优势。

图 52：TME 与腾讯文娱生态中其他部分的关联



资料来源：中信证券研究部绘制

“TME+综艺”，联合腾讯视频综艺内容共造粉丝经济。腾讯视频作为国内领先的视频平台，在自制音乐节目及选秀综艺方面具有强大的影响力，成功推出了“创造营”、“明日之子”等系列音乐类选秀品牌。TME 通过独家合作其音源，并在打榜投票等环节深度合作，成为粉丝经济的有机组成。综艺热度为 TME 平台带来外部流量，而 TME 的强大用户基数也为节目拓宽了曝光渠道。根据公司财报，2020 上半年 TME 覆盖率市场上超过 80% 综艺音乐版权。

“TME+影视/游戏”，TME 助力主题曲“高级定制”。长期以来，TME 在影视与游戏作品的主题曲及配乐方面积极布局。公司年报显示，2019 年 TME 已经覆盖了市场上超过 90% 的电影和电视音乐原声带版权。我们认为，“TME+影视/游戏”可以进一步释放 TME 在音乐内容创作上的资源与活力，带来新的增长空间，同时助力腾讯影视与游戏内容提供受欢迎的音乐内容。

“TME+阅文”，长音频合作拓宽增量空间。继 2020 年 3 月与阅文集团达成战略合作协议共同开拓长音频领域有声作品市场后，2020Q2 公司持续加码长音频内容布局，授权作品数量同比增长近 300%，长音频 MAU 渗透率达到 9.4% (yoy+4.8pcts)。我们认为阅文海量的网文作品将助力 TME 在长音频领域构建强大的竞争壁垒。

我们认为，公司与腾讯视频、腾讯游戏、阅文集团的独家合作将进一步夯实音乐版权优势，并有望进一步提升在线音乐付费率。TME 与腾讯系影视、游戏等产品在音乐内容上的独家深度将为公司带来增量收入空间，同时其中部分作品作为付费墙后内容将有望进一步提高在线音乐付费率。结合公司在音乐版权上的龙头地位，我们预计 2020-2022 年公司在线音乐付费率分别为 7.2%/10.0%/11.5%，对应在线音乐服务收入增速分别为 25.7%/31.6%/17.3%。

表 9：腾讯音乐娱乐收入拆分及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	18,985	25,434	29,206	35,753	41,850
Yoy	72.9%	34.0%	14.8%	22.4%	17.1%

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
在线音乐服务收入（百万）	5,536	7,152	8,991	11,834	13,878
Yoy	75.8%	29.2%	25.7%	31.6%	17.3%
1) 订阅收入	2,500	3,560	5,399	7,955	9,705
Yoy	35.7%	42.4%	51.6%	47.3%	22.0%
在线音乐 MAU（百万）	644	644	663	683	697
Yoy	6.8%	0.0%	3.0%	3.0%	2.0%
付费率	3.8%	5.2%	7.2%	10.0%	11.5%
年 ARPPU（元）	103	106	113	116	121
Yoy	-3.1%	3.0%	7.0%	3.0%	4.0%
2) 其他在线音乐服务收入	3,036	3,592	3,592	3,879	4,174
Yoy	132.3%	18.3%	0.0%	8.0%	7.6%
社交娱乐服务收入（百万）	13,449	18,282	20,216	23,919	27,971
Yoy	71.7%	35.9%	10.6%	18.3%	16.9%
社交娱乐 MAU（百万）	228	222	222	235	247
Yoy	9.1%	-2.6%	0.0%	6.0%	4.8%
付费率	4.5%	5.2%	5.3%	5.5%	5.7%
年 ARPPU（元）	1319	1576	1710	1848	1990
Yoy	24.6%	19.5%	8.5%	8.1%	7.7%

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

风险因素：娱乐直播业务受宏观经济及竞争加剧影响风险；社交娱乐服务受短视频分流风险；疫情冲击风险；订阅服务付费率和 ARPPU 值提升低于预期风险；版权成本及分成成本提升风险；监管风险。

盈利预测、估值及投资建议：TME 作为国内绝对领先的综合音乐娱乐社交平台，网络效应与规模优势明显。我们保持 2020-2022 年公司营收预测为 292/357/418 亿元，调整后归母净利润预测为 48/66/79 亿元，当前股价对应 PE（调整后）38/28/23 倍。我们认为公司的在线音乐付费处于长期的上升通道，随着广告业务新增，以及社交娱乐业务趋于稳定，预计公司业绩具有较大弹性，维持“**增持**”评级。

表 10：腾讯音乐娱乐盈利预测

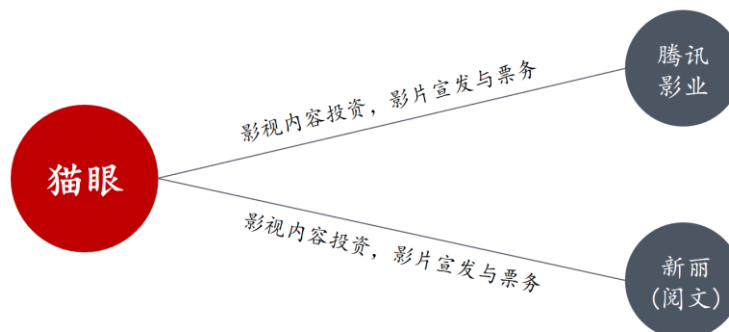
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18,985	25,434	29,206	35,753	41,850
营业收入增长率 YoY	73%	34%	15%	22%	17%
净利润(百万元)	1,832	3,977	3,902	5,538	6,743
净利润增长率 YoY	39%	117%	-2%	42%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.55	1.19	1.16	1.65	2.01
调整后净利润（百万元）	4,174	4,903	4,757	6,561	7,925
毛利率	38%	34%	31%	33%	33%
净资产收益率 ROE	5%	9%	8%	10%	11%
PE(标准)	99	46	46	33	27
PE(调整后)	43	37	38	28	23

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：公司股价截至 2020/09/11 收盘，为每份 ADR 15.80 美元，1ADR=2 股

猫眼娱乐：细分赛道龙头，以渠道优势拓宽业务边界

对于猫眼而言，我们认为随着腾讯泛文娱生态的整合不断深化，猫眼将与中上游环节产生更多协同作用。这将为猫眼的发展拓宽业务边界，打开更大的增长空间。

图 53：猫眼与腾讯文娱生态中其他部分的关联



资料来源：中信证券研究部绘制

2019 年 6 月，猫眼与腾讯成立“腾猫联盟”，双方将整合与共享资源优势，联手打造电影行业顶级宣发体系。“腾猫联盟”将从流量与数据两个方面强化腾讯与猫眼的合作，一方面为猫眼自下而上布局内容业务打开空间，另一方面加强腾讯对于内容制作及宣发的理解度与掌控力。流量层面，预计猫眼将继续作为成为腾讯系的微信支付及 QQ 钱包入口内置的唯一的电影、现场演出及体育赛事平台，依托微信、QQ 的用户流量保住稳定的基本盘。猫眼有望深化与腾讯在电影制作环节的协同，与腾讯影业、新丽传媒等就影片的宣发展开进一步合作。数据层面，猫眼作为互联网电影票务龙头，长期积淀的用户数据与影片数据使得其在用户画像分析、影片宣发及票房分析等方面具有较强的洞察力。我们预计未来猫眼将深入参与腾讯系影视内容生态的制作环节，利用数据优势为影片策划、制作及宣发提供全程服务。

猫眼与阅文、腾讯视频合作进行时，预计未来战略与业务协同将更加趋于常态。公司依托自有、腾讯、美团等优势流量资源，构建起文娱产业链流量入口与服务平台。2020 年 6 月，腾讯影业 CEO、阅文集团 CEO 程武先生兼任猫眼娱乐董事，预计未来二者将在影视 IP 上有进一步深入合作；2020 年 6 月，猫眼接入腾讯视频网络电影分账票房数据，独家为腾讯视频《火箭少女 101》演唱会直播活动提供票务代理与宣发合作，预计未来腾讯与猫眼的战略协同与业务协同将更加趋于常态。

我们预计疫情稳定后，受益于“腾猫联盟”合作持续深化，以及程武先生所推动的阅文与猫眼的版权合作落地，公司的宣传、发行和投资业务收入增速都将重新进入快车道。受疫情影响，公司 2020H1 在线票务收入与娱乐内容服务均受到明显冲击。随着疫情管控逐渐企稳，电影市场逐步恢复正常运转。受益于与腾讯间的深度合作关系，我们预计公司的电影宣发、投资等业务将迎来迅速反弹。

表 11：猫眼娱乐收入拆分及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	3,755	4,268	1530	5051	5676
yoy	47%	14%	-64%	230%	12%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

34

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
在线票务收入（百万）	2,280	2,303	722	2,532	2,836
yoy	53%	1%	-69%	251%	12%
电影票务业务收入（百万）	2,216	2,230	700	2,452	2,737
电影票房（百万）	60,976	64,266	19,280	65,551	72,106
售票线上化率	85.0%	86.0%	90.0%	90.0%	90.0%
猫眼市占率	61.3%	61.1%	61.1%	61.1%	61.1%
票务业务佣金率	7.0%	6.6%	6.6%	6.8%	6.9%
现场票务收入（百万）	63.8	73.5	22.0	79.4	99.2
娱乐内容服务（百万）	1,069	1,397	467	1,668	1,861
用户激励（百万）	523.1	502.2	150.7	527.3	501.0
宣传收入（百万）	223.3	349.0	113.7	410.7	478.3
Yoy	76%	56%	-67%	261%	16%
发行收入（百万）	142.12	184.56	64.42	246.42	301.18
Yoy	48%	30%	-65%	283%	22%
投资收入（百万）	180.0	345.5	138.2	483.7	580.5
Yoy	105%	92%	-60%	250%	20%
电影及电视剧公允价值收益（百万）		15.6	20.0	25.0	30.0
广告收入及其他（百万）	406	567	340	851	979

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

风险因素：电影产业链修复不达预期，广告投放修复不达预期，内容投资风险，疫情控制力度不达预期风险。

盈利预测、估值及投资建议：随着大片与新片陆续定档，预计今年下半年票房修复有望加快。此外，考虑疫情可能对明年内容供应的影响，我们预测公司 2020-22 年净利润分别为-1.49/7.17/10.06 亿元，对应 EPS 分别为-0.13/0.63/0.89 元，当前价对应 2020-22 年 PE 为 N/A/19/14 倍。长期来看，我们依旧看好公司基于优势股东资源与“猫爪模型”和“腾猫联盟”，持续推进全文娱战略发展，依托数据与流量优势，不断成长为电影产业链平台型公司的价值与潜力，维持“买入”评级。

表 12：猫眼娱乐盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3755	4268	1530	5051	5676
增长率 YoY%	47%	14%	-64%	230%	12%
净利润(百万元)	-137	463	-149	711	1000
增长率 YoY%	N/A	N/A	-133%	N/A	41%
经调整净利润(百万元)	290.1	703.2	0.1	973.0	1,276.0
净资产收益率 ROE%	-2%	7%	-2%	8%	11%
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.12	0.41	-0.13	0.63	0.88
毛利率%	63%	62%	58%	61%	61%
PE	N/A	29	N/A	19	14
PB	2.3	1.6	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：公司股价截至 2020/09/11 收盘

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。