

## 传媒互联网

行业研究/点评报告

# 腾讯游戏增速回暖，金融科技及云业务发力，产业互联网转型进行时

## ——游戏行业动态跟踪报告：腾讯 2019 年中报点评

点评报告/传媒行业

2019 年 08 月 19 日

### 事件：腾讯发布 2019 年年中财报

伽马数据显示：2019H1 中国游戏市场实际销售收入 1163.1 亿元，同比增加 10.8%，高于 2018H1--5.2% 的增速。腾讯作为游戏行业的霸主 2019H1 增速 8.6%，低于整体市场增速，第二梯队游戏厂商或迎来机遇。腾讯 2019Q2 核心数据：GAAP：营收 2019Q2 ¥888.21 亿元，yoy+21%，未及市场预期的 934.1 亿元，归母净利润为 ¥241.36 亿元，yoy+35%，环比减少 11%；2019H1 腾讯收入总额为 1742.86 亿元，yoy+18%。non-GAAP：2019Q2 净利润 235.25 亿元，yoy+19%，超过投行预测的 229 亿元净利中位数；2019H1 Non-GAAP 净利润为 444.6 亿元，yoy+25%。

### 分析与判断

- **核心观点：**传统业务整体增速放缓，消费互联网进入生命周期成熟期，未来的增长点主要在于高 MAU 的社交版块变现能力的提升、游戏海外地域的拓展、腾讯云服务企业端的业务开拓及金融科技的创新，企业架构转型背景下腾讯越来越看重 To B 业务，正逐渐以消费/生活互联网为基石向产业互联网转型。
- **亮点一：金融科技及企业服务业务大幅增长，金融产品具备较大潜力，云业务稳步增长深化对中小企业的渗透，基于消费互联网的腾讯产业互联网逐步成长**

2019Q2 金融科技及企业服务收入 229 亿元，yoy+37%，撇除备付金余额的利息收入，该业务 yoy+57%。金融科技业务：腾讯支付系统内总量持续增加，金融产品具备较大潜力，截止 2019Q2 财富管理平台“理财通”总客户资产超过 8000 亿元。

腾讯云：扩大销售团队及产品类型，与独立软件开发商/代理商建立合作伙伴关系，深化对中小型企业客户的渗透。2019 年 7 月，腾讯推出基于云的“WeCity 未来城市”解决方案；2018 年腾讯中国公有云 IaaS 市场排名第二，全球前十。

- **亮点二：社交版块生态生命力增强，微信及 WeChat 月活持续增长，小程序品类多元化更具活力，中长尾小程序数量增长一倍，电商领域持续垂直化探索**

2019Q2 微信及 wechat MAU 为 11.33 亿，yoy+7%；QQ: MAU 为 8.08 亿，yoy+1%；微信小程序：中长尾小程序数据同比增长超过一倍，品类更加多元化。DAU 超过 100W 的内容类小程序已达二位数，2019Q2 每用户使用时长、每日信息发送量及视频上传量保持稳定同比增长；2019 年 H1，微信电商小程序交易量同比增加 27 倍。

- **网络游戏进入成熟期，新游上线+核心游戏流水贡献助力增速回升；与任天堂/高通及华硕达成战略合作，积极开拓主机市场，对上下游产业广阔布局**

手游端回暖受益于 10 款新游戏的发行，及核心游戏的流水贡献，王牌游戏《王者荣耀》收入同比增长。《和平精英》上线 4 个月 DAU 已超过 5000 万，商业化持续创新，成功推出季票模式，预计 2019Q3 将贡献更多收入。《完美世界》《跑跑卡丁车》《权力的游戏》《龙族幻想》均曾位列中国 IOS 十大畅销榜。2019Q2 网络游戏营收 273.7 亿元，yoy+8.6%，手游 222 亿元，yoy+26%，端游 117 亿元，yoy-9%。

- **广告业务受宏观经济及短视频影响继续承压，但该业务毛利率提升盈利能力增强**

受宏观经济环境及整短视频广告库存供应增加的情况下，2019Q2 网络广告收入 164 亿元，yoy+17%，压力可能会持续到 2020 年上半年，该业务毛利率同比增加 11.2pct 至 48.6%，媒体广告收入 44 亿元，yoy-7%，热门剧集意外延后播出，导致广告招商收入减少；社交及其他广告收入 120 亿元，yoy+28%，主要系广告库存及曝光量提升。

- **风险提示**

宏观经济下行风险；政策监管风险；版号发放/游戏上线低于预期；云业务竞争加剧。

## 推荐

维持评级

### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号 S0100519030001

电话 010-85127512

邮箱 liuxin\_yj@mszq.com

### 相关研究

## 目录

一、核心观点.....	3
二、腾讯 2019Q2 核心数据：营收增长不及预期，净利润超预期.....	3
三、整体营收概况：增速不及预期，金融科技与云服务增长较快.....	5
四、通信及社交板块：社交版块生态生命力增强，小程序持续垂直化探索.....	9
五、网络游戏：新游戏发行+核心游戏增长助力整体增速回暖.....	13
5.1 腾讯游戏业务整体概况.....	13
5.2 腾讯端游业务情况 .....	16
5.3 腾讯手游业务情况 .....	19
5.4“腾讯+网易”各项数据对比 .....	22
5.5 腾讯页游业务情况：页游规模将进一步收缩，但腾讯页游龙头地位稳固.....	25
六、广告：受宏观经济环境+短视频广告库存供应增加的影响增速放缓.....	26
6.1 网络视频广告.....	28
6.2 社交及其他广告 .....	29
七、腾讯云服务：在消费互联网中成长起来的腾讯云产业 .....	31
八、经营效率：交易成本及内容成本增加，推广销售费用下降 .....	37
表格目录.....	42

行业总览：伽马数据发布：《2019 中国游戏产业半年度报告》显示：2019 年上半年，中国游戏市场实际销售收入 1163.1 亿元，同比增加 10.8%，高于 2018H1--5.2% 的增速。主要有三个方面的原因：

1. 长生命周期游戏的游戏收入在 2019 年回升，显示出具备核心竞争力游戏的流水持续性；
2. 新产品竞争力增强，TOP10 中长周期游戏占主力，两款新游戏进入榜单；
3. 海外市场的持续开拓；主要为美国、欧洲、日韩等地区。

手游：中国移动游戏市场实际销售收入突破 700 亿元，较去年同比增长 18.8%。高于去年同期增长率。第一，老产品表现稳定，如《王者荣耀》《梦幻西游》等产品流水依然稳定；第二，新游爆款推动，如《完美世界》《和平精英》游戏首月测算流水均达 10 亿元左右。  
(数据来源：伽马数据)

## 一、核心观点

我们认为：腾讯的核心业务整体增速放缓，消费互联网进入生命周期成熟期。社交网络、网络游戏及广告业务均受到宏观经济下行+政策影响+短视频行业兴起对广告业务的挤出效应的影响，所导致的整体营收增速不及预期，另一方面，投资收益 2019Q2 为 40.38 亿元，贡献增长 15 亿，成本费用端的销售费用为 47.18 亿元，广告费同比减少 16 亿，这是需要考量的风险因素之一。

亮点一：金融科技及企业服务业务大幅增长，金融产品具备较大潜力；云业务稳步增长，通过扩大销售团队及产品类型，与独立软件开发商/代理商建立合作伙伴关系，深化对中小型企业客户的渗透。2019 年 7 月，腾讯推出基于云的“WeCity 未来城市”解决方案；2018 年腾讯中国公有云 IaaS 市场排名第二，全球前十。

亮点二：社交版块生态生命力增强，微信及 WeChat 月活持续增长，小程序电商领域持续垂直化探索。中长尾小程序数据同比增长超过一倍，品类更加多元化。DAU 超过 100W 的内容类小程序已达二位数，2019Q2 每用户使用时长、每日信息发送量及视频上传量保持稳定同比增长；2019 年 H1，微信电商小程序交易量同比增加 27 倍通过深化对中小企业的渗透，基于消费互联网的腾讯产业互联网逐步成长。

未来的增长点：主要在于高 MAU 的社交版块变现能力的提升、游戏海外区域的拓展、腾讯云服务企业端的业务开拓，以及金融科技的创新，企业架构转型背景下腾讯更加看重 To B 业务，正逐渐以消费互联网为基石向产业互联网转型。

## 二、腾讯 2019Q2 核心数据：营收增长不及预期，净利润超预期

### 1、GAAP:

营收：2019Q2 ¥ 888.21 亿元，同比增长 21%，环比增长 3.9%；未及市场预期的 934.1 亿元，低于市场预期 4.9%；2019H1 腾讯收入总额为 1742.86 亿元，同比增长 18%；

**营业利润：**2019Q2 ¥275.21 亿元，同比增长 26%，环比减少 25%；

**净利润：**2019Q2 ¥246.84 亿元，同比增长 33%，环比减少 11%；归母净利润为 ¥241.36 亿元，同比增长 35%，环比减少 11%；每股摊薄盈利为 ¥2.52 元，同比增长 35%，环比减少 11%。

## 2、non-GAAP：

2019Q2 净利润为 ¥235.25 亿元，同比增长 19%，环比增长 12%；非通用会计准则下净利 235.25 亿元，同比增长 19%，超过投行预测的 229 亿元净利中位数。

2019H1 Non-GAAP 净利润为 444.55 亿元，同比增长 25%。

2019Q2 每股摊薄盈利为 ¥2.46 元，同比增长 19%，环比增长 12%。

## 3、各主营业务收入：

**增值服务：**收入为 ¥480.8 亿元，占收入比 54%，同比增长 14%，环比下降 2%；其中，网络游戏收入为 ¥273.07 亿元，同比增长 8%，环比下降 4%，社交网络收入为 ¥207.73 亿元，同比增长 23%，环比增长 2%；

**网络广告：**收入为 ¥164.09 亿元，占收入比 18%，同比增长 16%，环比增长 23%，其中，媒体广告收入 44.00 亿元，同比减少 7%，环比增长 26%，社交及其他广告收入为 ¥120.09 亿元，环比增长 21%。

**其他业务：**收入为 ¥14.44 亿元，占比 2%。

## 4、其他财务数据：

**毛利率：**2019Q2 毛利为 ¥391.26 亿元，毛利率为 44.1%，同比减少 2.7%，环比减少 2.5%。

**营业利润率及净利率：**2019Q2 营业利润率为 31%，同比上升 1.4%，环比下降 12%；净利率为 27.8%，同比提高 2.6%，环比减少 4.8%，non-GAAP 净利率为 26.5%，同比减少 0.3%，环比增长 2%。

**利息及相关开支：**2019Q2 利息及相关开支为 ¥17.57 亿元，同比增长 17.2%，环比增长 47.9%。

**EBITDA：**2019Q2 EBITDA 为 ¥326.49 亿元，较去年同期上升 23.6%；经调整的 EBITDA 为 ¥351.02 亿元，较去年同期上升 24.7%。

**资本开支：**2019Q2 资本开支为 ¥43.62 亿元，同比减少 38.4%，环比减少 31.6%。

**债务净额：**2019Q2 债务净额为 ¥157.66 亿元，同比减少 55.3%，环比增长 64.3%。

**截至 2019 年 6 月 30 日，腾讯于上市投资公司（不包括附属公司）权益的公允价值合共为 ¥3,290.12 亿元。**

## 5、运营情况：

**QQ:** 2019Q2 QQ 月活账户数 8.08 亿, 同比上升 0.6%, 环比下降 1.8%; QQ 的智能终端月活账户数为 7.07 亿, 同比下降 0.3%, 环比上升 0.9%。

**微信 & Wechat:** 2019Q2 微信 & Wechat MAU 11.33 亿, 同比增长 7.1%, 环比增长 1.9%。

**QQ 空间:** 2019Q2 QQ 空间的智能终端 MAU 为 5.54 亿, 同比上升 2.0%, 环比下降 3.2%。

**收费增值服务注册账户数:** 2019Q2 收费增值服务注册账户数 1.69 亿, 同比增长 9.7%, 环比增长 2.1%。

### 三、整体营收概况：增速不及预期，金融科技与云服务增长较快

**整体概况:** 2019Q2 营收 ¥888.21 亿元, 同比增长 21%, 环比增长 3.9%; 非通用会计准则下净利 235.25 亿元, 同比增长 19%, 超过投行预测的 229 亿元净利中位数。 腾讯 2019Q2 经营盈利为 275.21 亿元 (40.03 亿美元), 同比增长 26%; 经营利润率由上年同期的 30% 上升至 31%。腾讯第二季度期内盈利为 246.84 亿元 (35.91 亿美元), 同比增长 33%, 较上一季度下降 11%, 腾讯净利润率由上年同期的 25% 上升至 28%。腾讯 Q2 净利 246.84 亿 环比下降 11%。

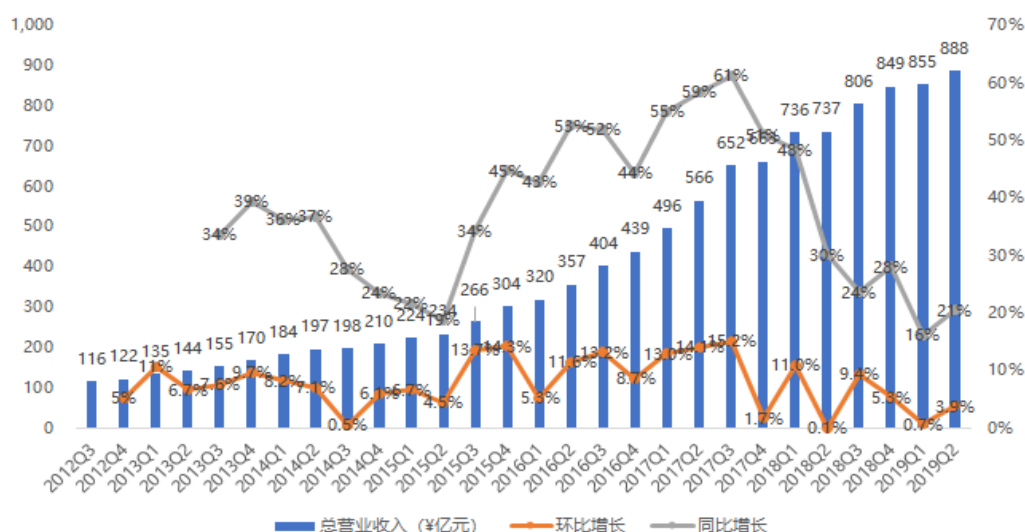
• **游戏:** 2019Q2 营收 273 亿元, 同比增加 9%, 营收占比 31%, 最重要的变现来源;

• **社交网络:** 营收 208 亿元, 同比增加 23%, 营收占比较为稳定为 23%;

• **广告业务:** 受宏观经济环境及整体行业短视频广告库存供应增加的情况下, 2019Q2 网络广告收入为 164 亿元, 同比增长 17%。【媒体广告】收入 44 亿元, 同比下滑 7%, 主要原因是热门剧集意外延后播出, 加上本季度缺乏 FIFA 世界杯的带动, 导致广告招商收入减少; 【社交及其他广告】收入为 120 亿元, 环比增长 20%, 同比增长 28%;

• **金融科技服务及云服务:** 2019Q2 收入 228.88 亿元, 同比增长 37.3%, 占比 25.8%。

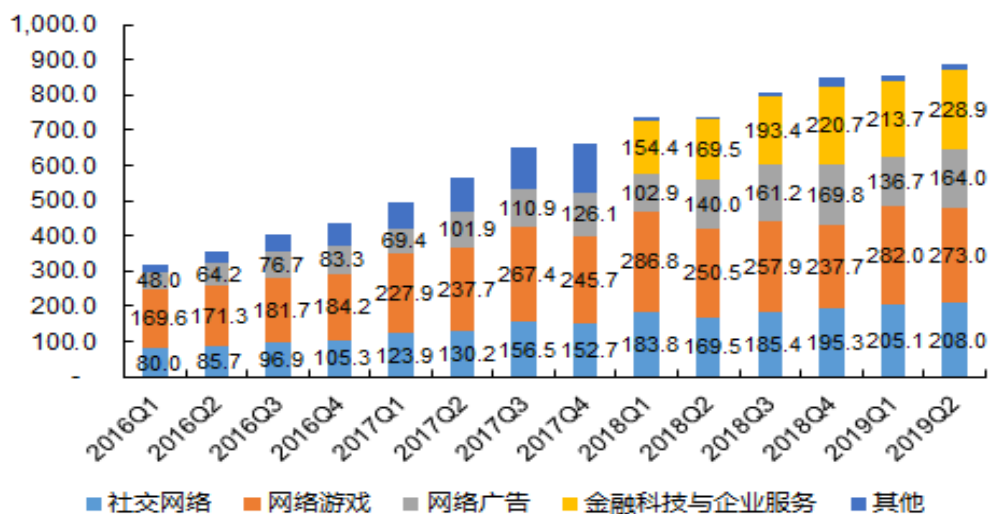
图 1：腾讯营业收入及增速



资料来源：公司财报，民生证券研究院

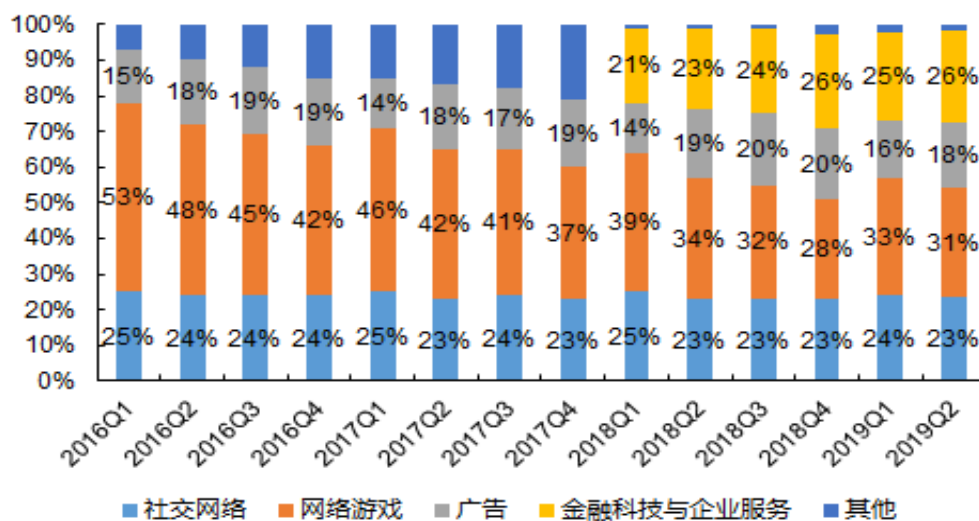


图 2：腾讯收入构成变化



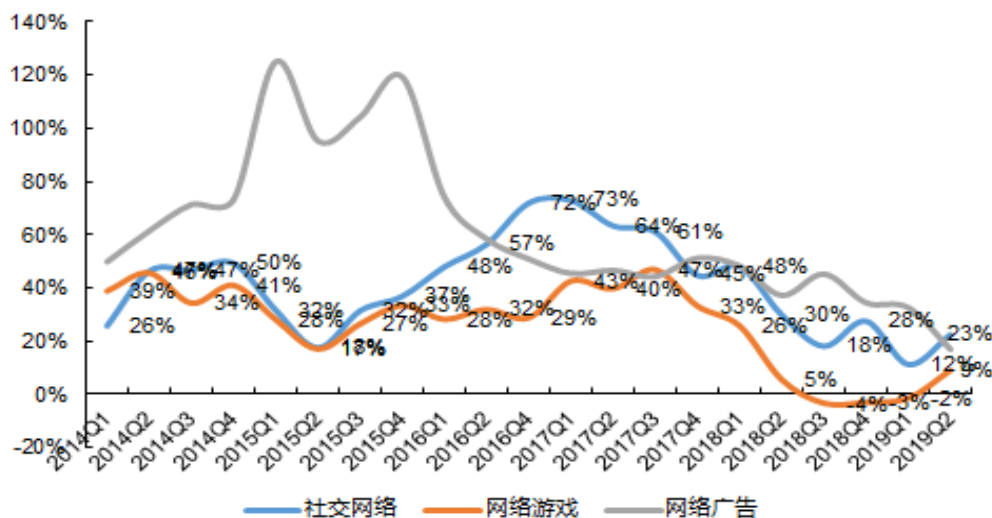
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 3：主营业务收入占比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 4：增值服务业务、网络游戏及网络广告增速对比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

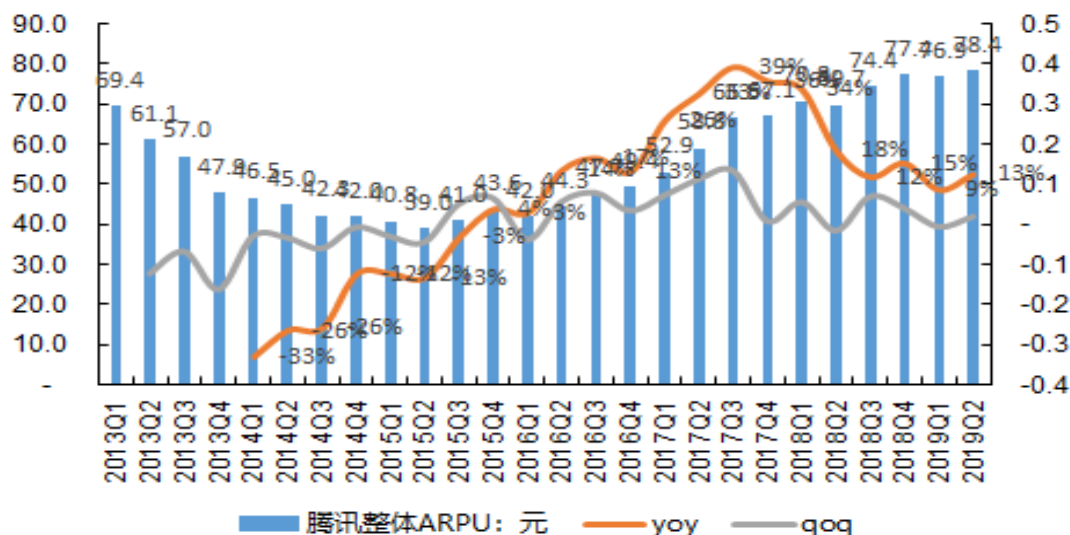
### 3.1 ARPU（腾讯采用微信用户 MAU 数计算 ARPU）稳定增长，变现能力增强

• 2019Q2，腾讯总体业务的 ARPU(单用户收入)为 78.4 元，同比增长 13%，环比增长 2%；其中，广告业务的 ARPU 为 14.5 元，同比增 90%，环比增长 18%，社交网络业务的 ARPU 为 18.4 元，同比增长 15%。

• ARPU 值的提升说明腾讯各种业务的变现能力在增强，广告业务环比的增幅较大，主要得益于社交类广告业务增速的提升，微信朋友圈及 QQ 看点的广告收入贡献的增加。

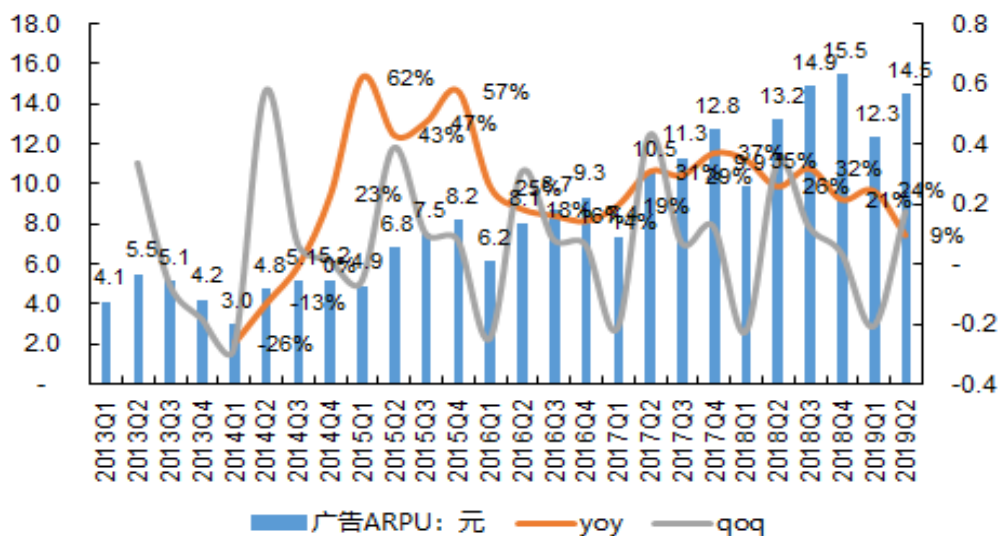
• ARPU 值对比：横向对比来看，腾讯整体因为依托游戏及相关增值业务，ARPU 值为 11.2 美元，位于行业第一，但是广告业务与社交网络增值业务与 Facebook 和 Twitter 相比仍有一定差距，Facebook 全球的广告业务 ARPU 值达到 7.05 美元（截止 2019.6），近乎为腾讯广告业务 ARPU 的三倍，未来广告业务变现能力的提升仍将是腾讯变现的重要发力方向。

图 5：公司总体业务 ARPU



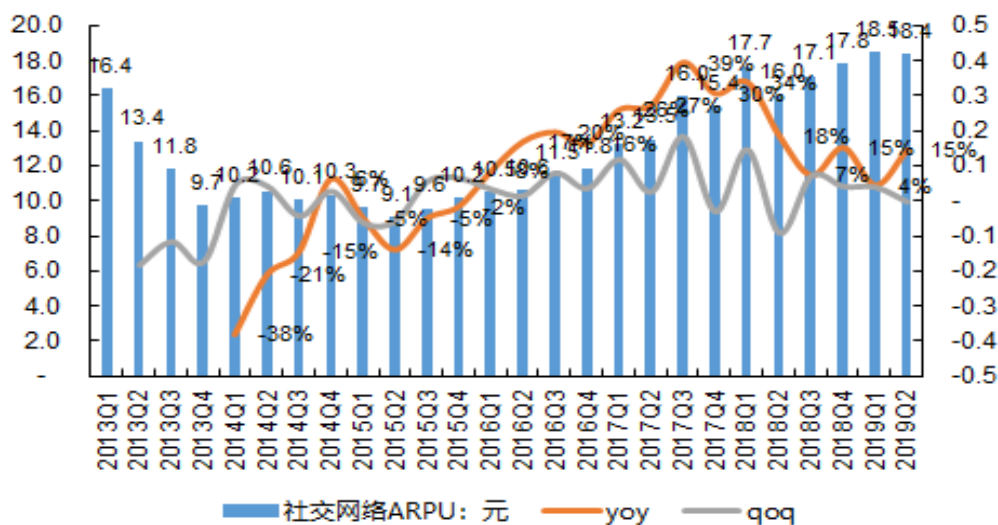
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 6：广告 ARPU



资料来源：公司财报，民生证券研究院

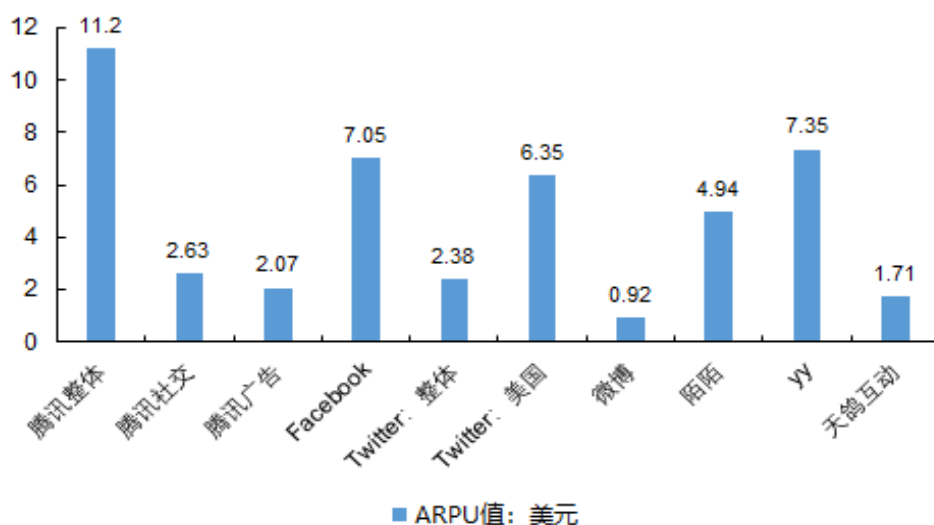
图 7：社交 ARPU



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 8：各社交平台总营收 ARPU 对比（美元）





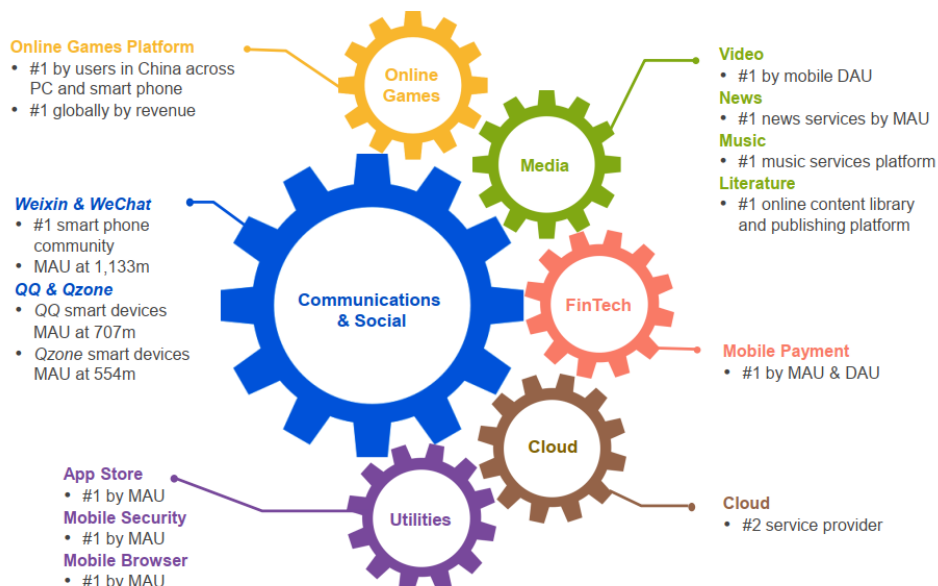
资料来源：公司财报，民生证券研究院

#### 四、通信及社交板块：社交版块生态生命力增强，小程序持续垂直化探索

微信是腾讯战车的流量基石，其作为商业社交媒体大平台，拥有着非常庞大的用户基础，并且因为其将人与信息端、内容端、支付端和云端等各方面的连接，使得腾讯流量赋能能力强，且自身构建的社交版图稳固而且富有活力。

图 9：社交网络营收及增速

### Key Platforms Update



资料来源：公司财报，公司官网、民生证券研究院

• 微信：国内拥有活跃用户数排名第一的社交媒体平台，2019Q2 微信及 wechat 月活跃用户数为 1133 百万，同比增长 7%，环比增长 2%；

•QQ: 月活跃用户数为 807.9 百万, 同比增长 1%, 环比减少 2%; QQ 空间终端月活跃用户数为 553.5 百万, 同比增长 2%, 环比减少 3%。其中, QQ 的智能终端用户 707 百万。2019 年腾讯对手机 QQ 进行了重要版本升级, 提升每日信息发送量, 也提高了用户活跃度, 加强语音和视频等不同信息的功能, 升级算法, 依据共同兴趣及共同联系人推荐新朋友, 此外推出 QQ 小程序, 娱乐类及游戏类小程序收到 QQ 用户的欢迎。

微信小程序: 中长尾小程序数据同比增长超过一倍, 品类更加多元化, 用户粘性逐渐提升。

•根据腾讯数据: 日活跃账户数已经超过 100W 的内容类小程序已经达到二位数, 2019Q2 每用户使用时长、每日信息发送量及视频上传量保持稳定同比增长。

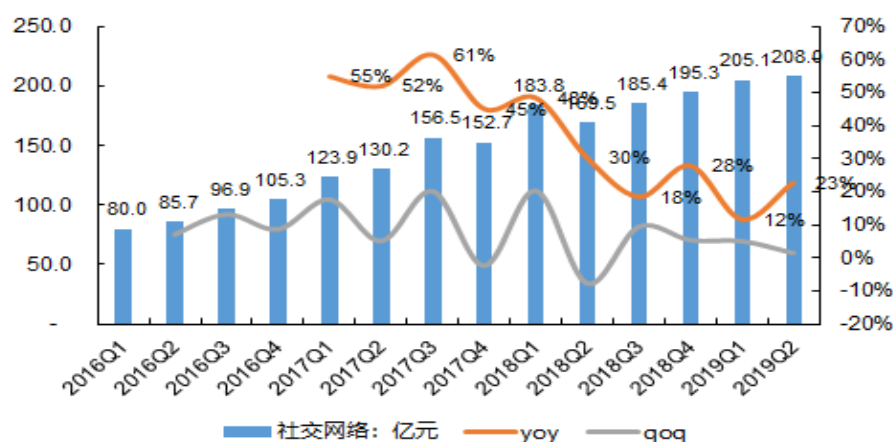
•微信通过改版搜索功能, 让小程序在电商领域的垂直化探索进一步深入, 更人在小程序中使用微信支付, 小程序内支付人数同比翻番。数据显示, 2019 年上半年, 微信电商小程序交易量是去年同期的 27 倍, 小程序已成为零售行业加码经营能力的标配工具。

•据微信团队在 2019 年初曾公开表示, 2018 年小程序服务超过 1000 亿人次用户, 年交易增长超过 600%, 创造了超过 5000 亿的商业价值。

•一份微信官方数据显示, 相比去年同期, 小程序周使用次数增长 70%, 人均使用个数增加 156%; 人均分享小程序个数增长了 38%。不仅是宏观层面数量的持续增长, 小程序对于各个群体的渗透效应更令市场刮目相看。其中, 50 岁以上使用小程序的用户数量增加了 22%, 小程序无疑成为了中老年人更愿意接受的新生活方式。

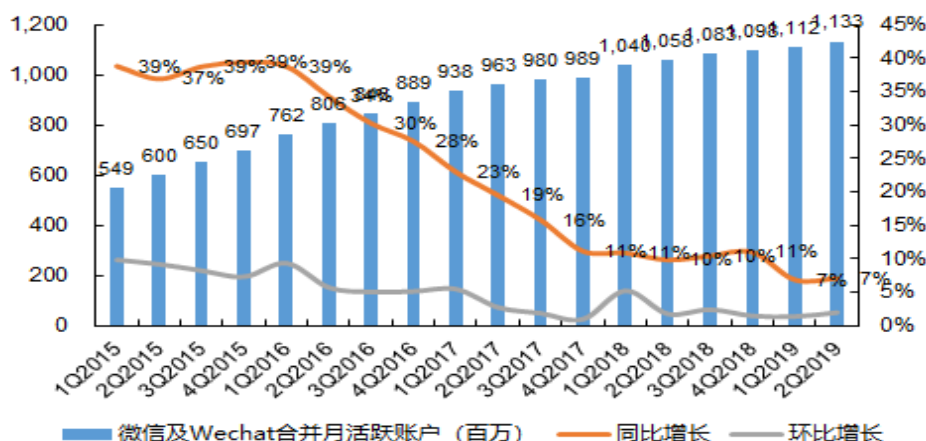
•另一方面, 微信通过改版搜索功能, 让小程序在电商领域的垂直化探索更加深入, 想象空间也被放大。越来越多人在小程序中使用微信支付, 小程序内支付人数同比翻番。

图 10: 社交网络营收及增速



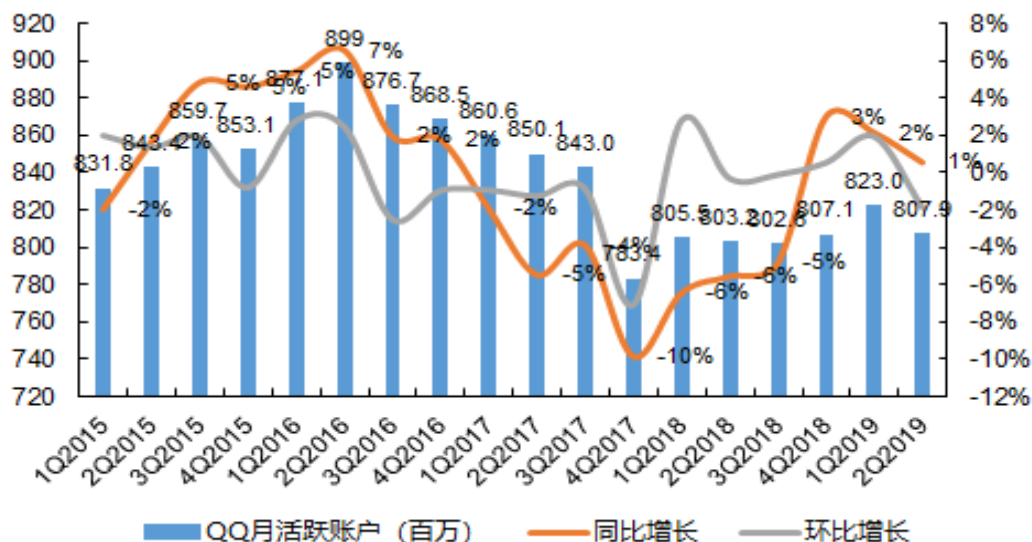
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图 11: 微信 MAU 及增速 (百万)



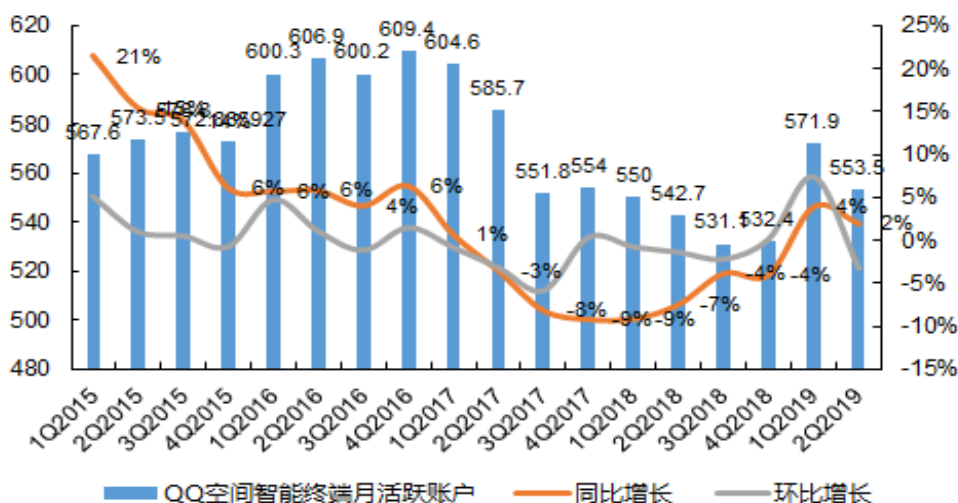
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 12：QQMAU 及增速（百万）



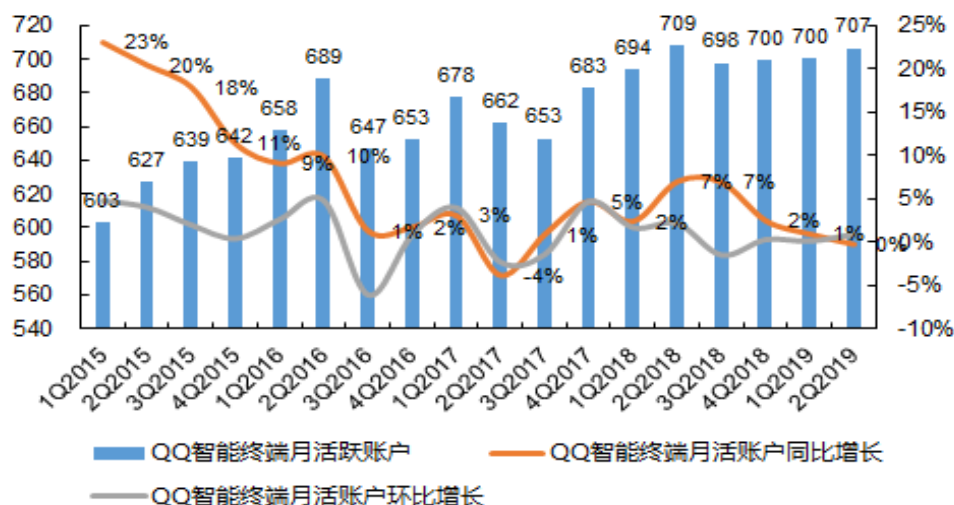
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 13：QQ 空间智能终端 MAU 及增速（百万）



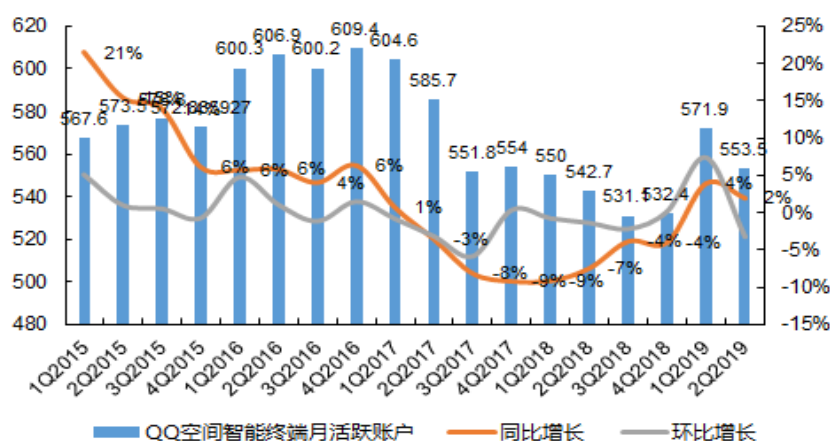
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 14：QQ 空间 MAU 及增速（百万）



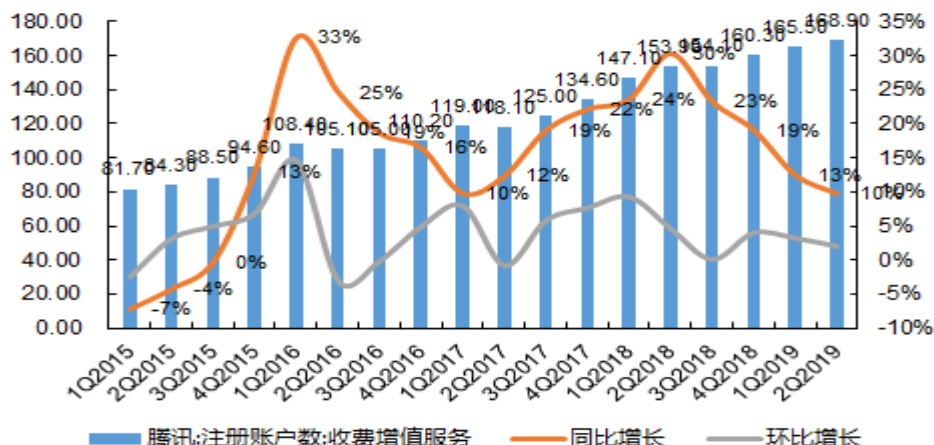
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 15：QQ 空间 MAU 及增速（百万）



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 16：腾讯注册账户数：收费增值服务（百万）



资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 五、网络游戏：新游戏发行+核心游戏增长助力整体增速回暖

### 5.1 腾讯游戏业务整体概况

游戏业务是腾讯目前最重要的变现来源，19Q2 腾讯游戏业务营收 273.0 亿元（yoy9%，QoQ-3%），营收占比达 31%，为营收贡献最主要的版块。

•**手游：**营收 222 亿元，同比增长 26%，环比增长 5%，主要原因是在游戏版号恢复之后，腾讯的游戏发行量增加，抵消了单季因素的影响。2019Q2 腾讯发行了 10 款游戏，自研 AR 游戏《一起来捉妖》，自研角色扮演游戏《妖精的尾巴》和《拉结尔》，而 2019Q1 只发布了一款游戏，此外王牌游戏《王者荣耀》收入同比增长。《和平精英》自五月推出以来，日活跃用户已超过 5000 万。三月份发行的《完美世界手游》则为第二季度收入带来了重大贡献。七月份推出的《跑跑卡丁车》《权力的游戏：凛冬将至》《龙族幻想》均曾列入中国 IOS 十大最畅销游戏排行榜中。

•**商业化持续推进，成功推出季票模式，**即在某一季度内给予购买用户更多的游戏奖励，主要针对《和平精英》这款游戏。

•**端游：**营收 117 亿元，同比下降 9%，环比下降 15%，但《英雄联盟》流水收入同比增长，主要原因是电竞主题的皮肤道具销售，六月份《英雄联盟》推出全新游戏模式《云顶之弈》带动 DAU 及用户市场增长。此外，我们专注提升《地下城与勇士》的用户体验，因此其商业化程度极低。

•**国际市场：**《PUBG MOBILE》（DAU 超过 5000 万）、新游戏如《QQ 飞车》国际版及《Chess Rush》，进一步开拓海外市场，扩大用户基础。

•腾讯还通过频繁与头部厂商在软件、硬件领域展开合作，对上下游产业进行广阔布局。

•腾讯与任天堂合作推出的 Nintendo Switch，则正式弥补了腾讯在游戏主机上空白。

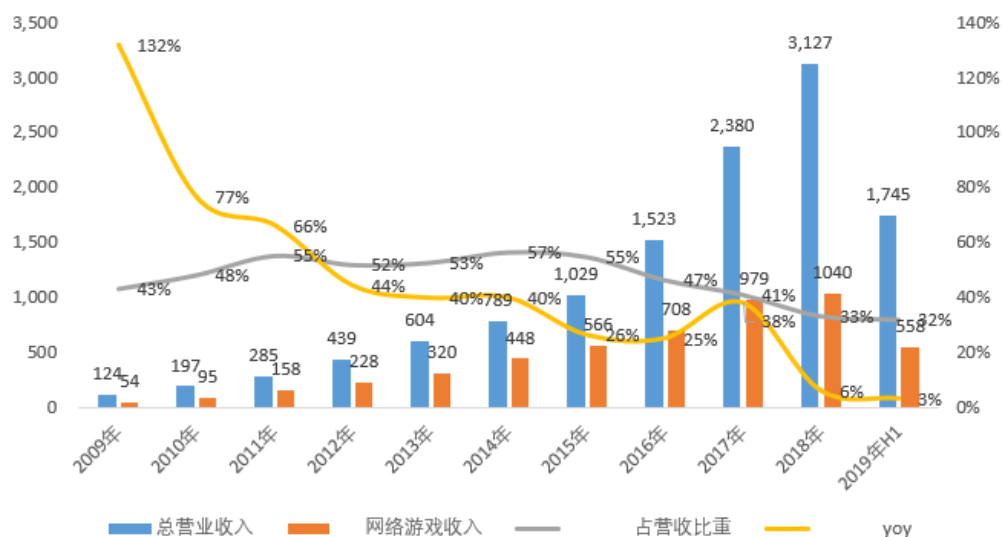
•继任天堂之后，腾讯又接连宣布与高通、华硕达成重要战略合作。高通方面称，将与腾讯在云游戏、AR/VR、5G 游戏用例开发等技术方面进行合作，而且未来还将联合推出 5G 游戏手机。另外，腾讯游戏和华硕正式达成合作，将在中国大陆地区进行游戏手机方面的深度合作，专注于游戏内容方面的性能提升。ROG 游戏手机 2 正是双方合作推出的第一款产品。

#### •游戏市场收入结构对比

2008-2019 年 H1，游戏市场收入构成发生剧变，手游市场份额由占比 1%跃升至 68%，端游市场份额占比从 90%降至 27%，手游成为中国游戏市场持续扩张的核心驱动力。腾讯从 2013 年开始布局手游市场，在短短的 4 年时间里，腾讯就将游戏市占率提升至 49%（19 年 H1），主要得益于《王者荣耀》、《和平精英》和《QQ 飞车》等王牌游戏的流水贡献。

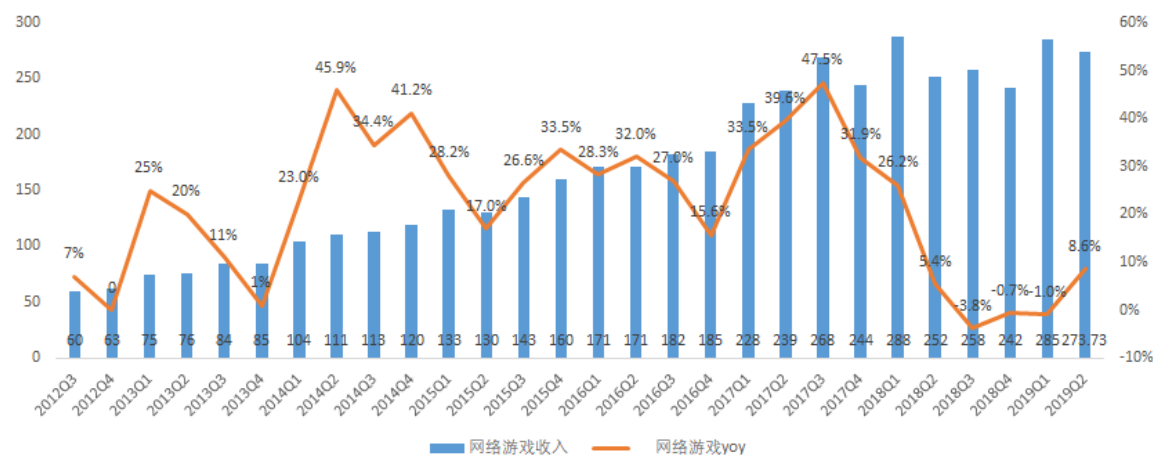


图 17：腾讯 2009-2019H1 游戏营收及增速



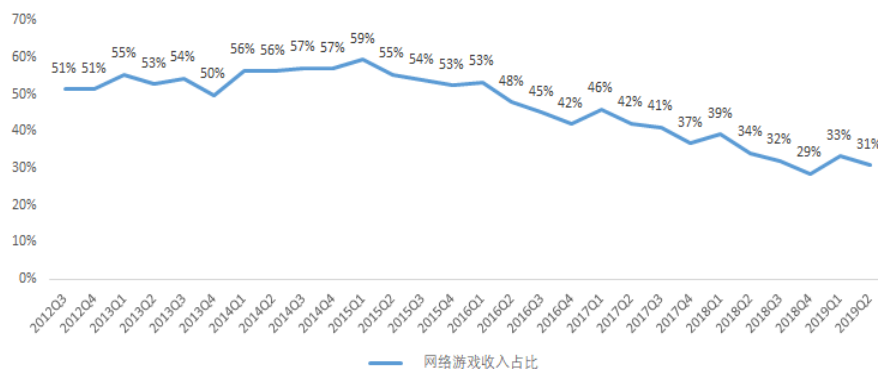
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 18：腾讯 2012Q3-2019Q2 分季度游戏收入及增速



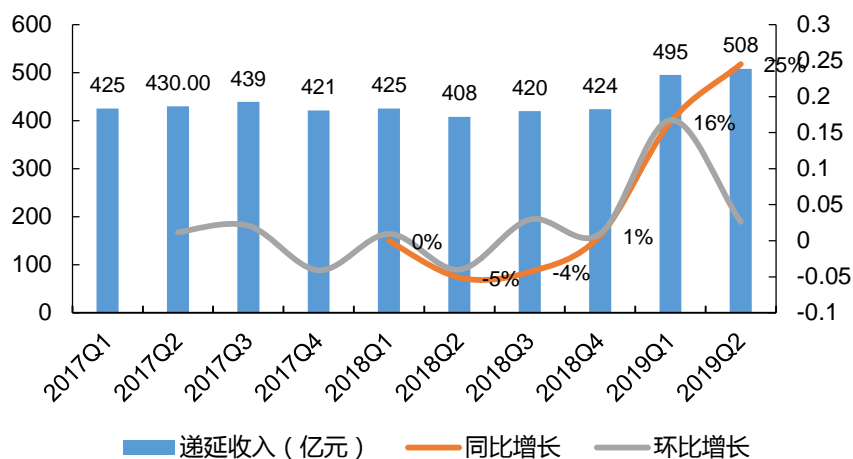
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 19：腾讯网络游戏收入占比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 20：腾讯递延收入情况



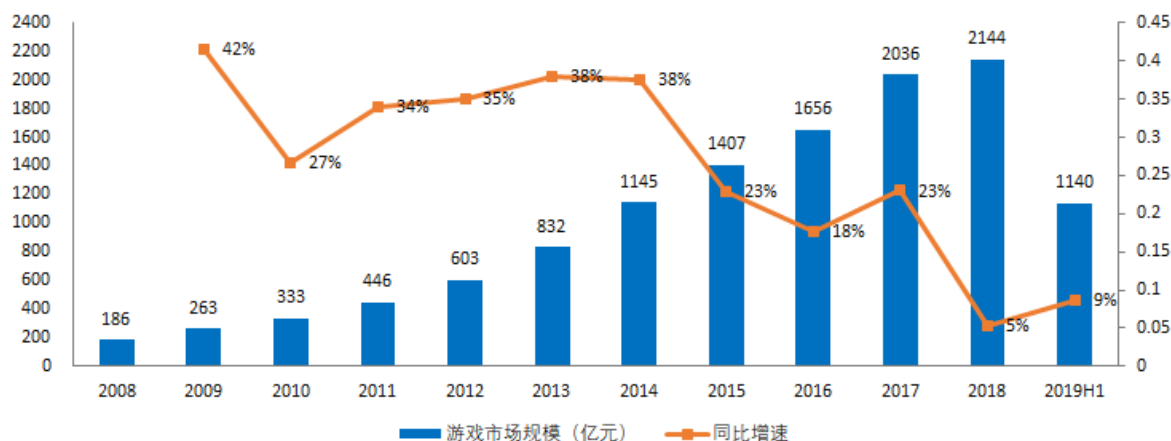
资料来源：CTR，民生证券研究院

表 1：腾讯游戏递延周期

游戏类型	平均递延周期	特殊情况：MOBA 类
PC 游戏	6-9 个月	《英雄联盟》：12-18 个月
移动游戏	3-6 个月	《王者荣耀》：9-12 个月

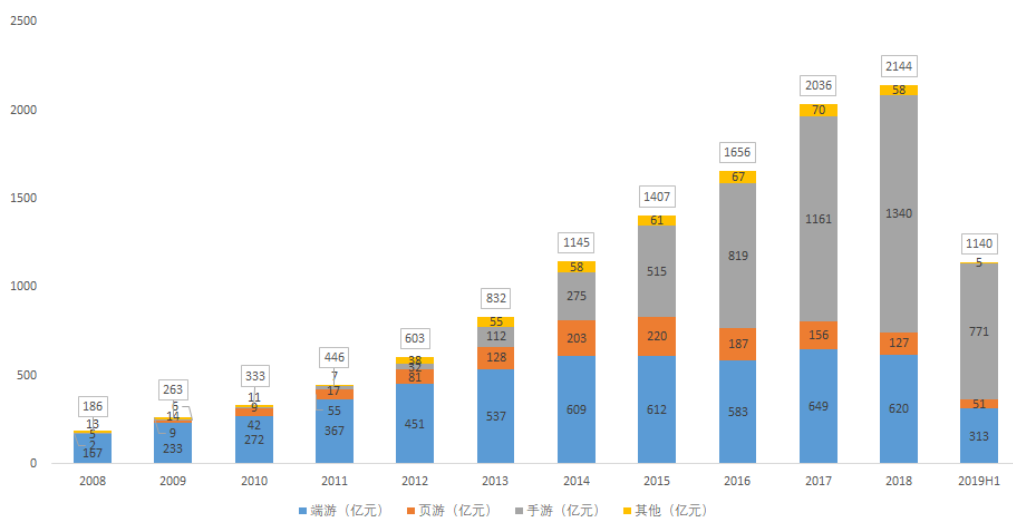
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 21：2008-2019H1 中国游戏市场规模



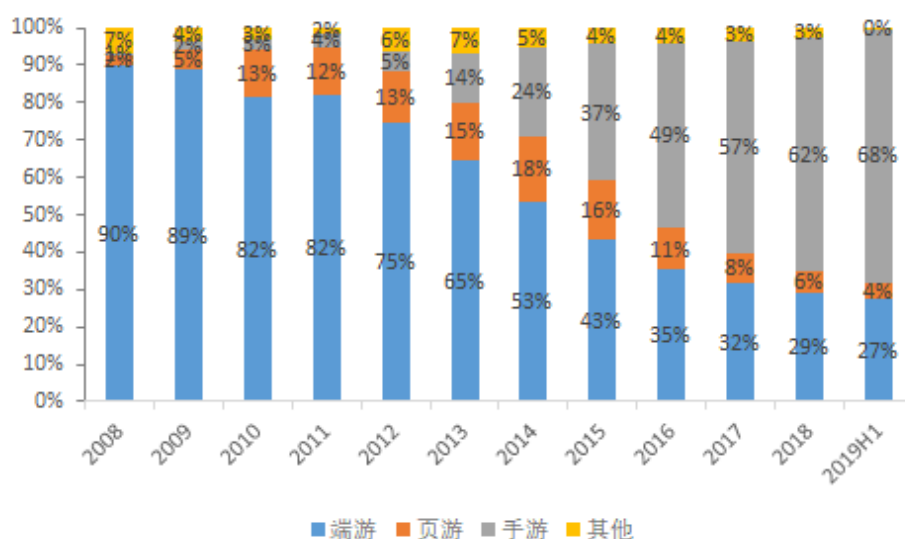
资料来源：CTR，民生证券研究院

图 22：2008-2019H1 中国游戏市场收入构成



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 23：2008-2019H1 各类型游戏收入构成



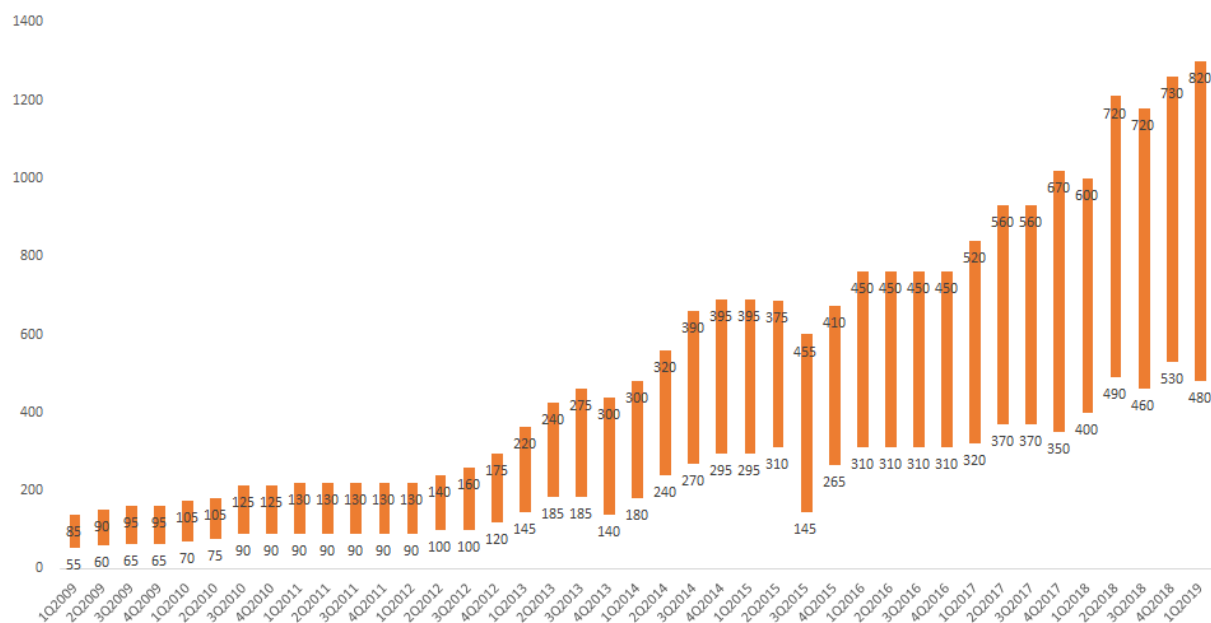
资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 5.2 腾讯端游业务情况

• 19 年 Q2 腾讯端游收入 117 亿元 (yoy-9.3%,)，ARPU 值持续攀升彰显腾讯运营实力

• 《英雄联盟》流水收入同比增长，主要原因是电竞主题的皮肤道具销售，六月份《英雄联盟》推出全新游戏模式《云顶之弈》带动 DAU 及用户市场增长。此外，我们专注提升《地下城与勇士》的用户体验，因此其商业化程度极低。加上受到手游冲击端游市场增速逐步放缓，公司 ACGs（高级休闲游戏）及 MMOGs（大型多人在线游戏）两类端游用户规模下降系正常表现，但与之相对应的是两类端游 ARPU 值的不断攀升，彰显腾讯卓越的端游运营实力。



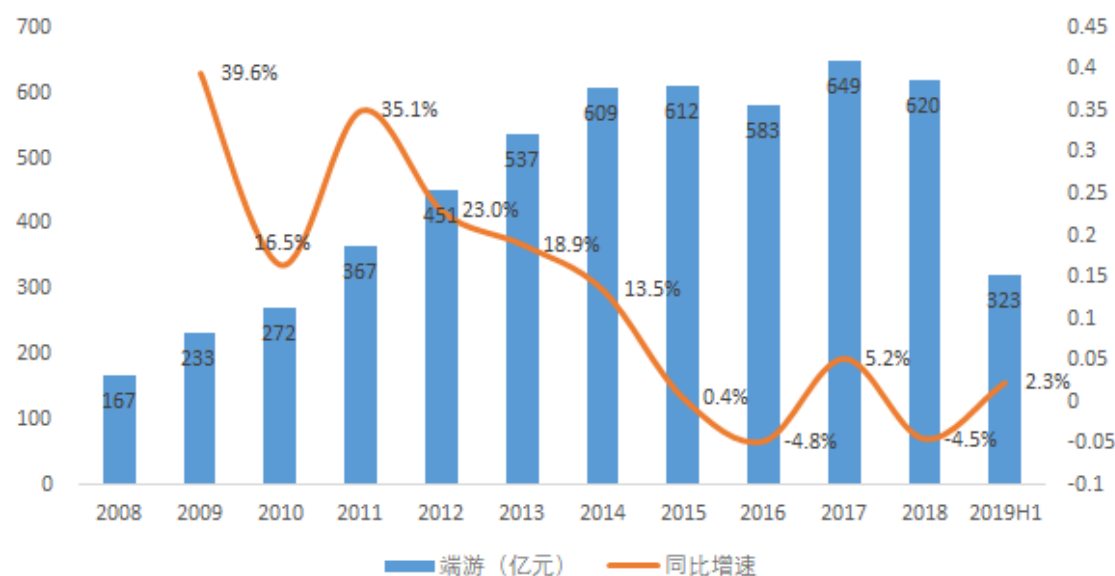


资料来源：公司财报，民生证券研究院

### •端游市场特征

•受到移动游戏的冲击,端游市场规模增速逐渐放缓,16年更是首次出现负增长(yoy-5%),19年H1略有回升,同比增长2.3%。作为端游市场的领军者,腾讯运营超过60款端游产品,覆盖MOBA、FPS、RPG、赛车、音乐舞蹈、运动、棋牌等各个类别,腾讯还通过开展电子竞技比赛、电竞直播及节目等来吸引和更好地留住玩家,因此腾讯的端游一直立于不败之地。

图 27：2008-2019H1 端游市场规模及增速



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 28：腾讯的重点端游产品





资料来源：公司财报，民生证券研究院

### •端游 TOP 收入分析

表 2：2013-2018 全球网络 PC 端游收入排行

排名	2013		2014		2015		2016		2017		2018
	游戏	收入(亿美元)	游戏	收入(亿美元)	游戏	收入(亿美元)	游戏	收入(亿美元)	游戏	收入(亿美元)	游戏
1	穿越火线	9.57	英雄联盟	9.46	英雄联盟	16.28	英雄联盟	17	英雄联盟	21.00	地下城与勇士
2	英雄联盟	6.24	穿越火线	8.97	穿越火线	11.10	地下城与勇士	11	地下城与勇士	16.00	英雄联盟
3	地下城与勇士	4.26	地下城与勇士	8.91	地下城与勇士	10.52	穿越火线	11	穿越火线	14.00	穿越火线
4	坦克世界	3.72	魔兽世界	7.28	魔兽世界	8.14	魔兽世界	—	坦克世界	4.71	梦幻西游 2
5	冒险岛	3.26	坦克世界	3.69	坦克世界	4.46	战地 1	—	DOTA 2	4.06	堡垒之夜
6	天堂	2.57	冒险岛	2.4	天堂 1	3.39	守望先锋	5.86	Roblox	3.10	使命召唤：黑色行动 4
7	魔兽世界	2.13	天堂	1.78	冒险岛	2.53	坦克世界	4	冒险岛	2.79	魔兽世界
8	星际大战：旧共和国	1.39	CS Online	1.48	DOTA 2	2.38	DOTA 2	2.6	炉石传说	2.17	绝地求生
9	绝地要塞 2	1.39	DOTA 2	1.36	CS:GO	2.21	梦幻西游 2	—	剑灵	1.78	坦克世界
10	CS Online	1.21	炉石传说：魔兽英雄传	1.14	GTA5	2.05	CS:GO	2.57	FIFA Online 3	2.05	刺客信条：奥德赛

资料来源：Superdata；注：2014 年收入统计口径是 1-9 月，2016 年收入统计口径是 1-11 月

## 5.3 腾讯手游业务情况

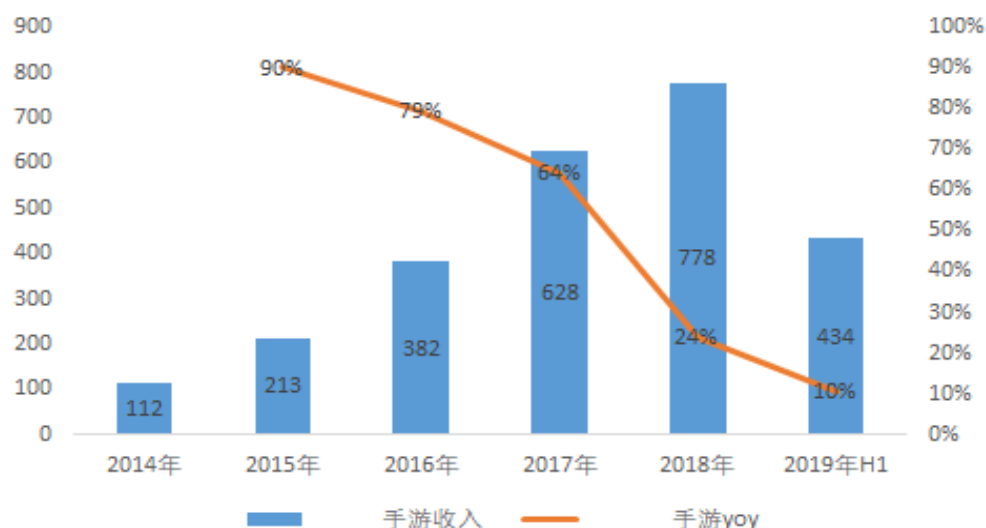
19 年 H1 腾讯手游实现营收 434 亿元，yoy+10%；2019Q2 手机游戏营收 222 亿元，同比增加 5%，具体原因主要有以下几点：

- 在游戏版号恢复之后，腾讯的游戏发行量增加，抵消了单季因素的影响。2019Q2 腾讯发行了 10 款游戏，自研 AR 游戏《一起来捉妖》，自研角色扮演游戏《妖精的尾巴》和《拉结尔》，而 2019Q1 只发布了一款游戏，此外王牌游戏《王者荣耀》收入同比增长。

- 《和平精英》自五月推出以来，日活跃用户已超过 5000 万。三月份发行的《完美世界

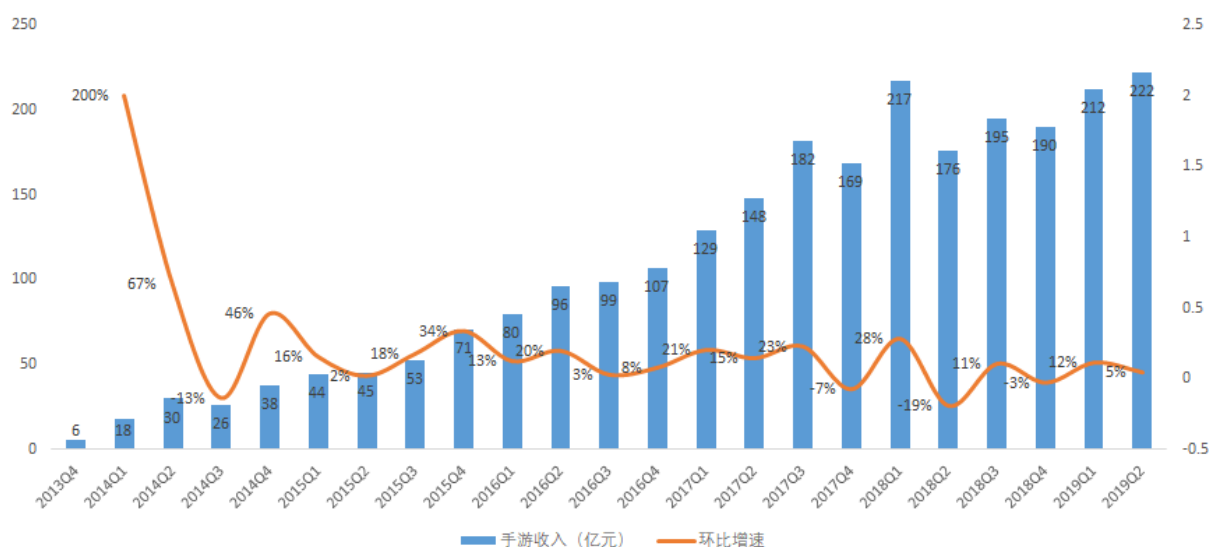
手游》则为第二季度收入带来了重大贡献。七月份推出的《跑跑卡丁车》《权力的游戏：凛冬将至》《龙族幻想》均曾列入中国 IOS 十大最畅销游戏排行榜中。

图 29：腾讯 2014-2019H1 手游收入及增速



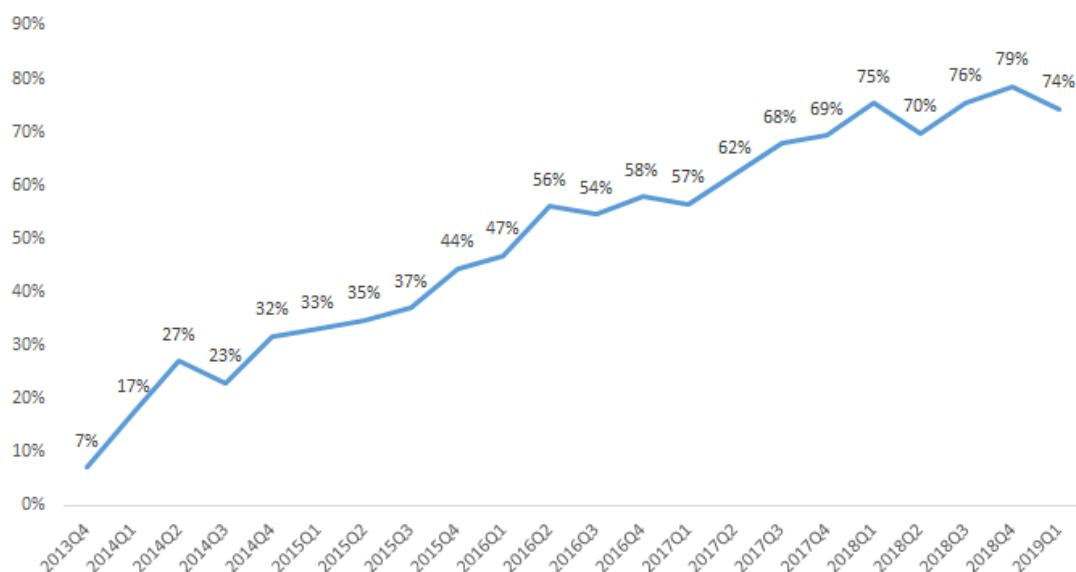
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 30：腾讯 2013Q4-2019Q2 分季度手游营收



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 31：腾讯手游收入占游戏收入比重



资料来源：公司财报，民生证券研究院，注：来自 QQ 和微信的手游收入计入社交网络收入

### 《王者荣耀》峰值 DAU 达 9210 万，MAU 超 1.5 亿，系国民级手游

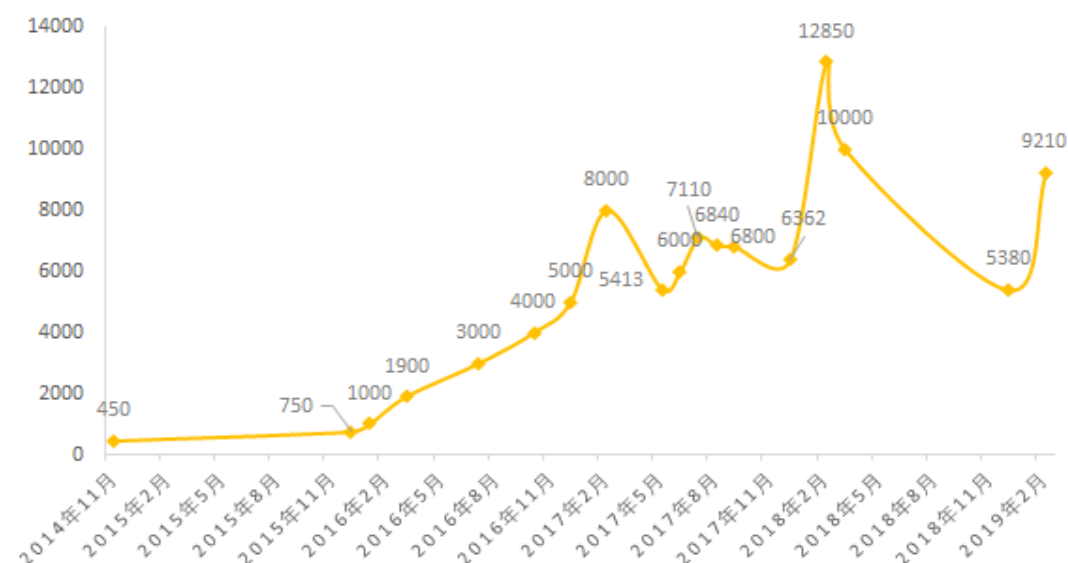
《王者荣耀》系腾讯自主研发并运营的 MOBA 手游，15 年 11 月 26 日在 Android 和 IOS 平台上公测，2016 年下半年开始在 iOS 畅销排行上稳居第一；

- 2017 年春节假期期间 DAU 峰值超过 8000 万，到 17 年 6 仍有超过 6000 万的日活跃用户；

- 2018 年春节假期期间 DAU 峰值超过 12000 万；

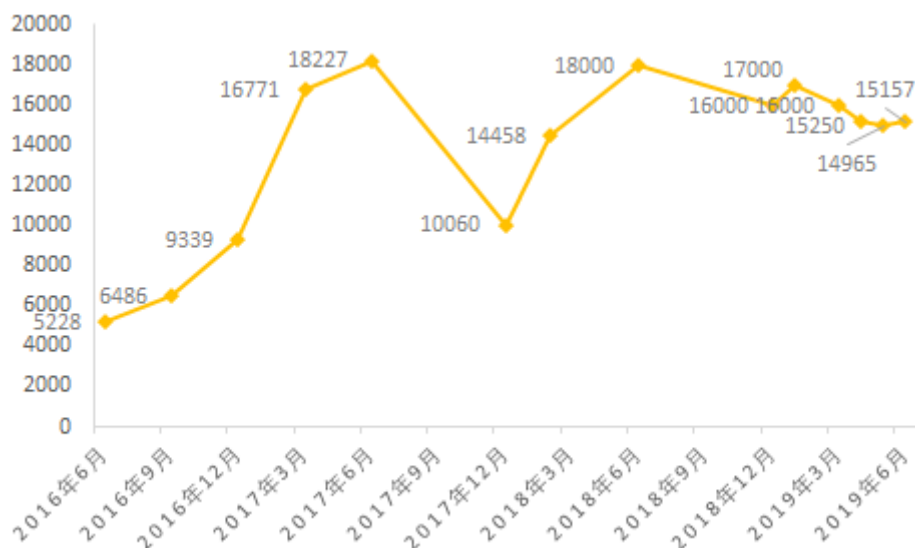
- 总体最高达 1.82 亿的月活跃用户，目前约 1.5 亿 MAU 的用户数，单人月度市场时长 942 分钟，系真正的国民级手游。

图 32：王者荣耀 DAU



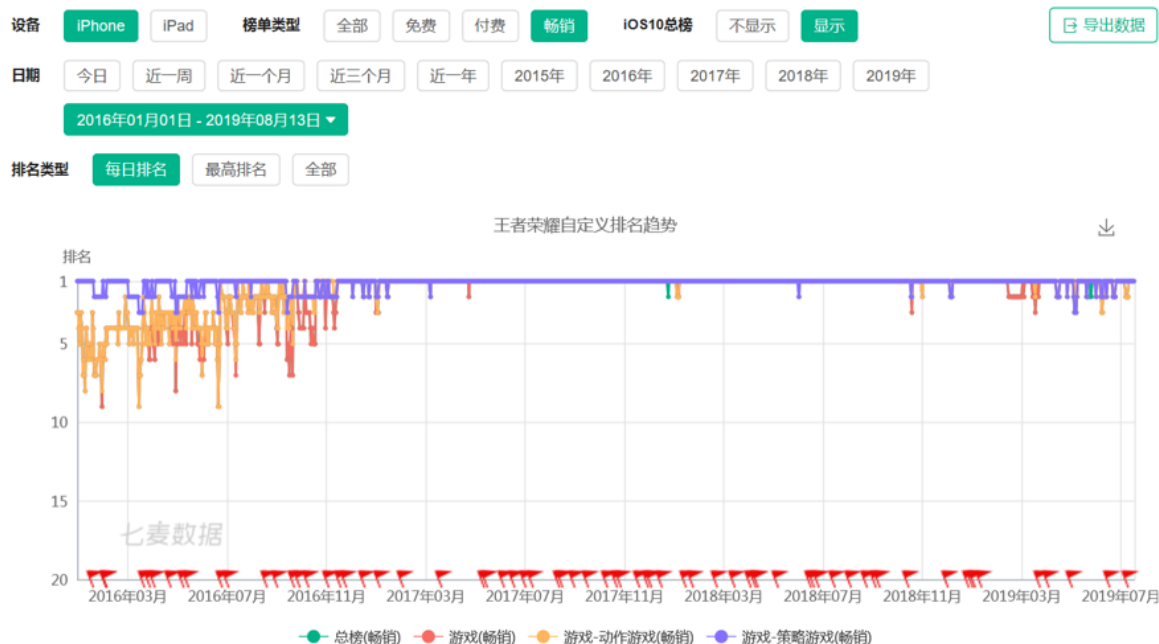
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 33：王者荣耀 MAU



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 34：王者荣耀上线以来畅销榜排名（稳定在 Top1）

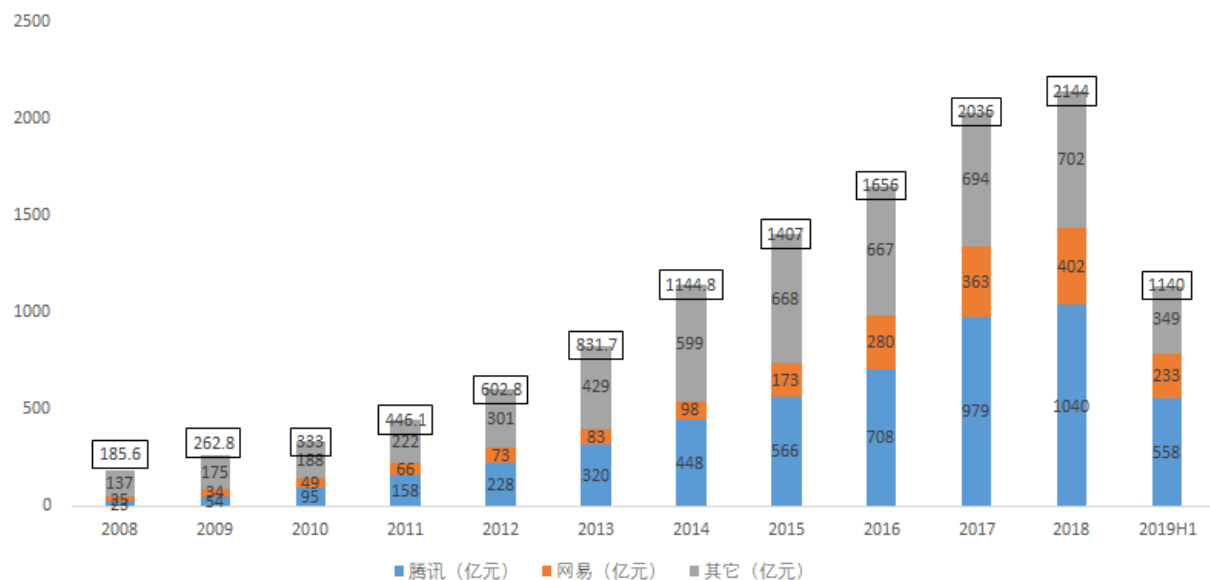


资料来源：七麦数据，民生证券研究院

## 5.4 “腾讯+网易”各项数据对比

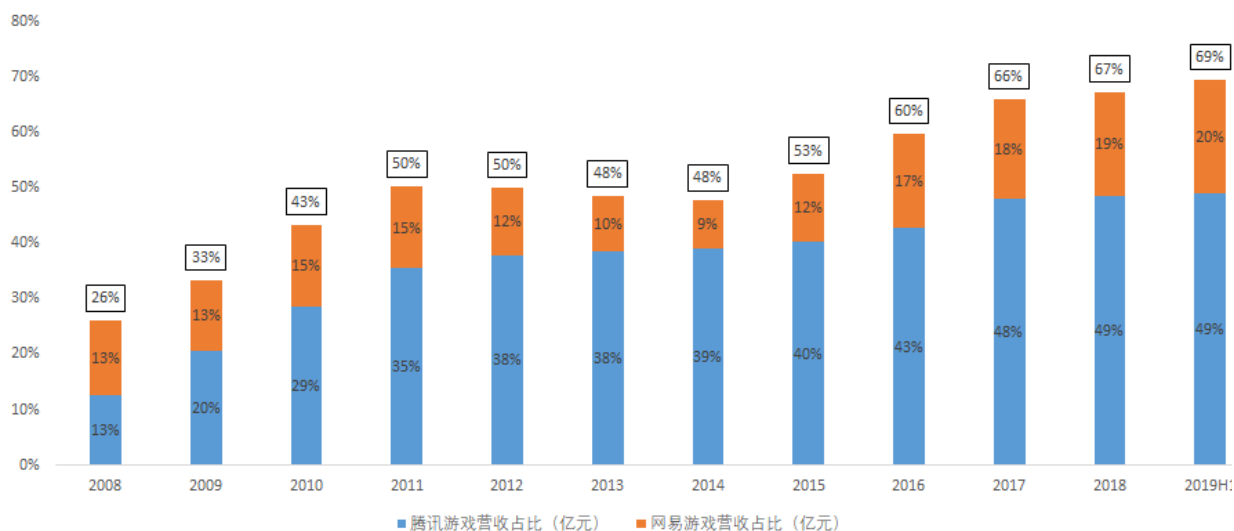
2008-2019 年 H1，腾讯游戏和网易游戏规模持续扩张，游戏收入合计占比从 08 年的 26% 提升至 19 年 H1 的 69%，占据游戏市场的大部分江山。绝对值上，从 2008 年的 185.6 亿元提升至 2018 年末的 2144 亿元，十年复合增长率达 27.72%。

图 35：腾讯网易游戏收入对比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 36：腾讯&网易游戏营收占比



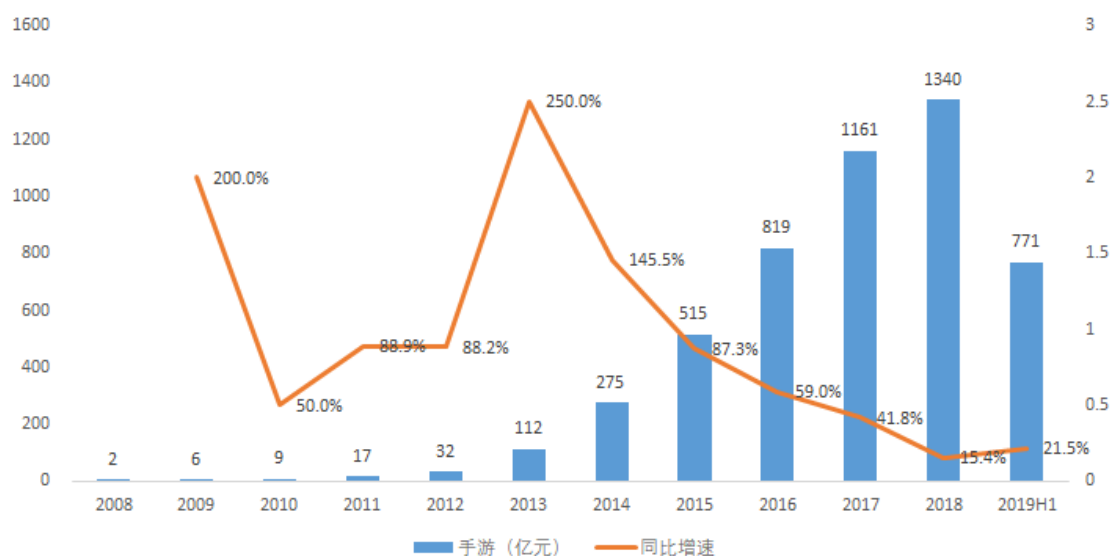
资料来源：公司财报，民生证券研究院

### “腾讯+网易”手游各项数据对比

• 腾讯网易称霸手游市场，合计市场份额占比超 78%。2008-2019 年 H1，手游市场规模持续扩张，已超越端游成为收入最高的游戏类别。腾讯和网易先后发力手游市场，其合计市占率从 15 年的 56% 增至 19 年 H1 的 78%，其中腾讯手游市占率从 2014 年的 41% 增至 19 年 H1 的 56%，网易手游市占率从 15 年的 15% 增至 19 年 H1 的 22%。

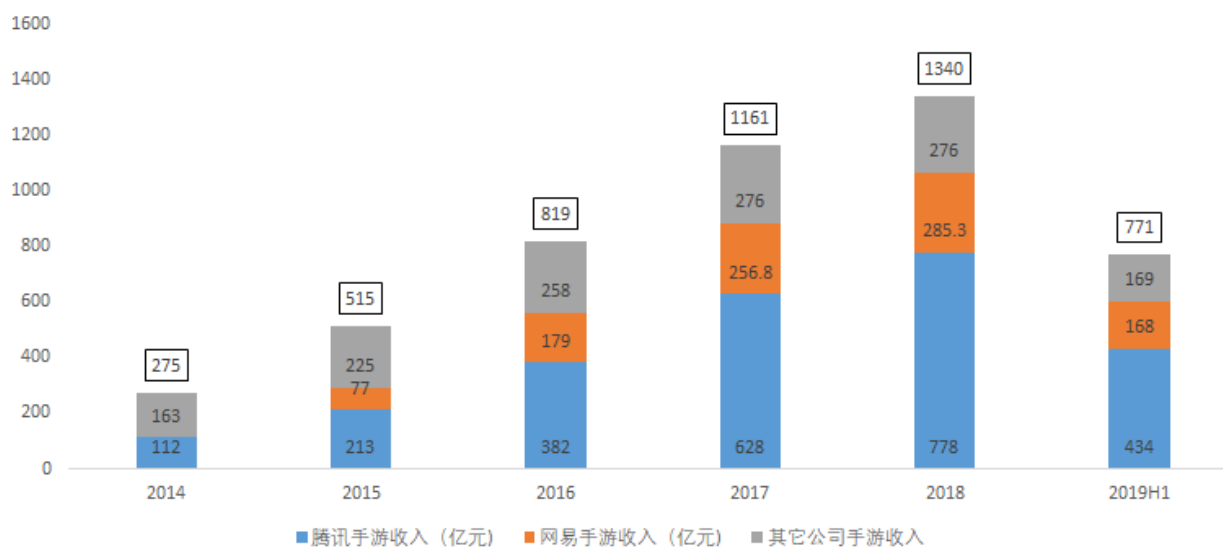
图 37：2008-2019H1 手游市场规模及增速





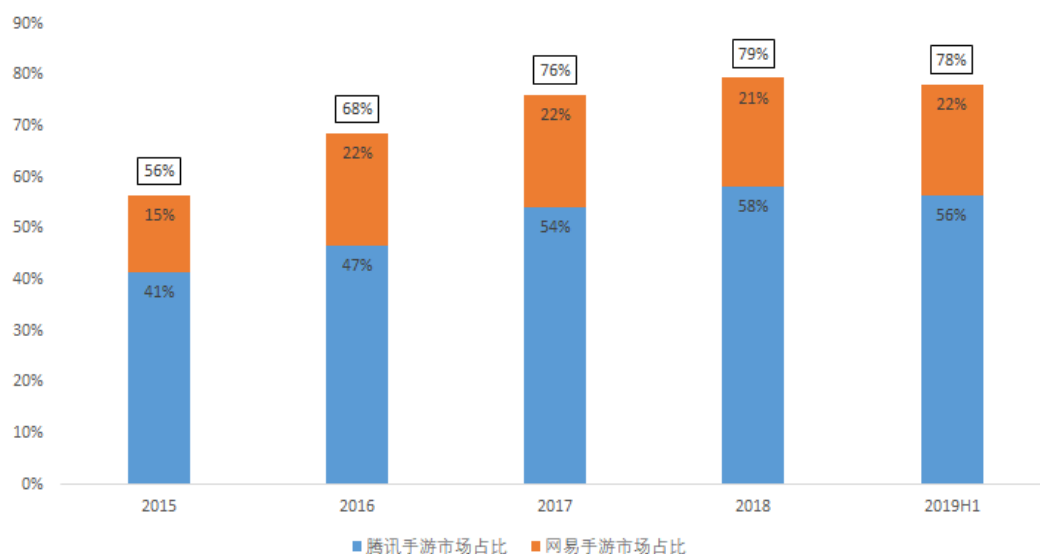
资料来源：公司官网、公司财报、伽马游戏、民生证券研究院

图 38：腾讯&网易手游收入



资料来源：公司财报，伽马游戏、民生证券研究院，注：网易 2014 年手游列在其它公司手游收入中，2015 年开始单列

图 39：腾讯&网易手游收入市场占比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

表 3：2013-2018 年手游收入一览（网易&腾讯手游霸榜 TOP10）

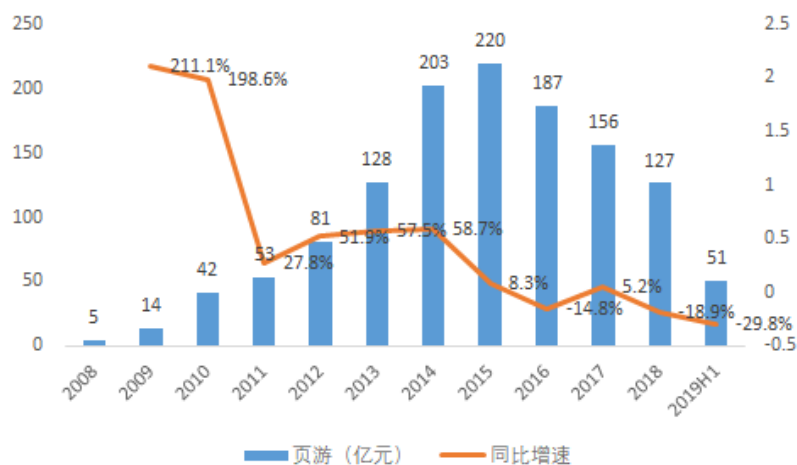
游戏名称	游戏类型	自研/代理	研发公司	IP	上线进程
和平精英	FPS	自研	腾讯	PUBG	2019 年 5 月 8 日上线
完美世界	MMORPG	代理	完美世界	完美世界端游	2019 年 3 月 6 日上线
一起来捉妖	RPG	自研	腾讯		2019 年 4 月 11 日上线
剑网 3：指尖江湖	MMORPG	代理	西山居	剑网系列	2019 年 6 月 4 日上线
拉结尔	ARPG	代理	银汉科技	—	2019 年 6 月 20 日上线
龙之谷 2	RPG-MMO	代理	盛趣	—	2019 年 10 月
DNF 手游	RPG-ARPG	代理	neople	—	2019 年 10 月
街霸 OL	卡牌	代理	优乐娱乐	—	2019 年 10 月
龙珠最强之战手游	RPG-MMO	代理	巨人	—	2019 年 10 月 10 日
全职猎人	ARPG	代理	北京蓝图时代	—	2019 年 10 月下旬
我的英雄学院	二次元 ARPG	代理	华清飞扬心源工作室	—	2019 年 11 月 12 日
松松总动员	消除	代理	乐元素	—	2019 年 11 月
剑侠情缘 2	RPG-MMO	代理	西山居	—	2019 年 11 月
胡桃日记（表情包少女）	休闲养成	代理	巨人	—	2019 年 12 月
野生之地	沙盒生存+RPG	代理	nexon	—	2019 年 12 月
手工星球	沙盒类	代理	代理	—	2019 年 Q4

资料来源：公司官网、公司财报、艾瑞咨询、questmobile、民生证券研究院

## 5.5 腾讯页游业务情况：页游规模将进一步收缩，但腾讯页游龙头地位稳固

2008-2019 年 H1，页游市场经历高速发展后逐渐放缓，16 年甚至出现了负增长。随着手游规模的持续扩张，未来页游规模将进一步缩小，腾讯 2019H1 页游营收 51 亿元，同比下降 29.8%

图 40：2008-2019H1 页游市场规模及增速



资料来源：CTR，公司官网、公司财报、民生证券研究院

## 六、广告：受宏观经济环境+短视频广告库存供应增加的影响增速放缓

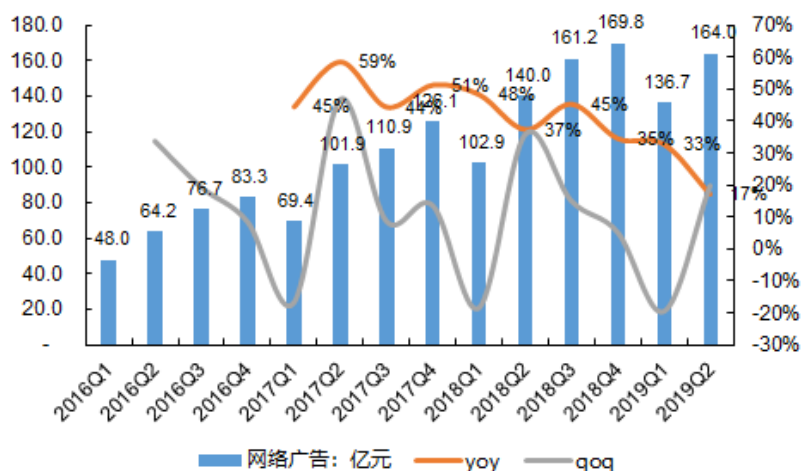
• **整体：**受宏观经济环境及整体行业短视频广告库存供应增加的影响，2019Q2 网络广告收入为 164 亿元，同比增长 17%，环比增长 20%，其中，媒体广告收入 44 亿元，环比增长 26%，同比下滑 7%；社交及其他广告收入为 120 亿元，环比增长 20%，同比增长 28%。

• **网络广告业务：**环比增长，主要是由电子商务及网络教育行业的广告需求旺盛所致。

• **媒体广告：**受宏观经济影响，收入的下滑主要是因为：热门剧集意外延后播出，加上本季度缺乏 FIFA 世界杯的带动，导致广告招商收入减少，即软广收入的减少。移动端视频日活跃账户数稳定，带动视频内的信息流广告同比及环比均实现增长，2019 年 4 月，腾讯推出备受欢迎的综艺节目《创造营 2019》即《创造 101》的第二季创新腾讯视频单个节目广告招商记录。

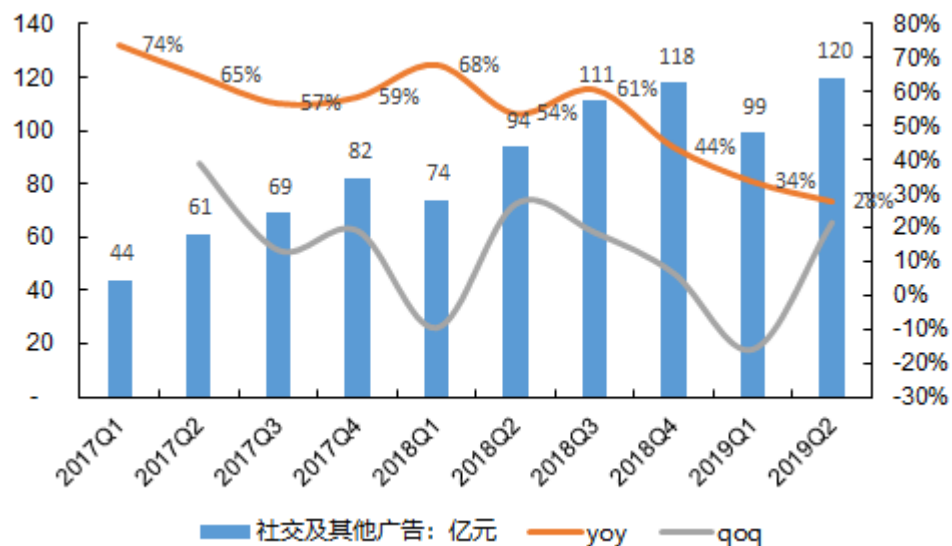
• **社交广告收入：**增长主要是因为广告库存及曝光量的提升，例如微信朋友圈及 QQ 看点等产品，以及微信（朋友圈及公众号）和其他移动端应用的广告收入增长。

图 41：网络广告收入及增速



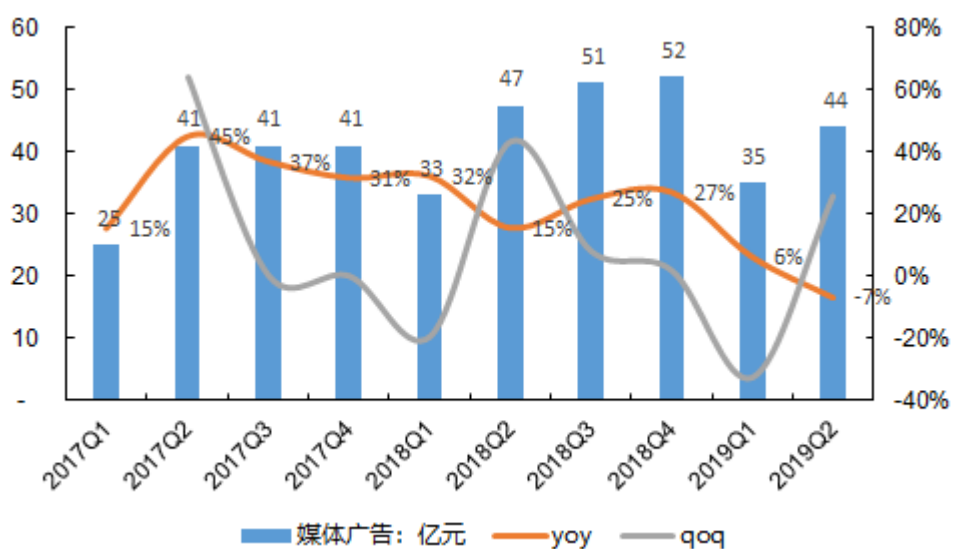
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 42：腾讯社交及其他广告及增速



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 43：腾讯媒体广告及增速



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 44：腾讯网络广告分类

	投放平台	广告形式	广告属性
媒体广告	QQ新闻	Banner焦点图广告	图片
		信息流广告	图片、文字、视频集合类
	腾讯视频	视频前、视频暂停时的视频广告	视频
	天天快报	Banner焦点图广告	图片
社交媒体广告		信息流广告	图片、文字、视频集合类
	QQ空间	信息流广告	图文、视频、品牌卡、轮播、微动
		基于LBS的信息流广告	图文
	微信朋友圈	原生推广页广告	图文、视频、H5（竖屏幕）
		小视频广告	视频（横屏幕）
		公众号广告	图文、卡片
	QQ浏览器	开屏广告	图片、动态图片、H5、视频
		信息流广告	图文、视频
		Banner焦点图内容详情广告	图片、品牌卡
	应用宝	信息流广告	应用推荐（图文）
		搜索广告	应用推荐（图文）
		相关应用推荐广告	应用推荐（图文）
	广告联盟	原生广告	GIF、图片、图文、视频创意
		开屏广告	图片、动态创意、H5
		插屏广告	GIF、图片、图文、视频、动态创意、H5
		横幅广告	GIF、图片、图文、视频、动态创意、H6

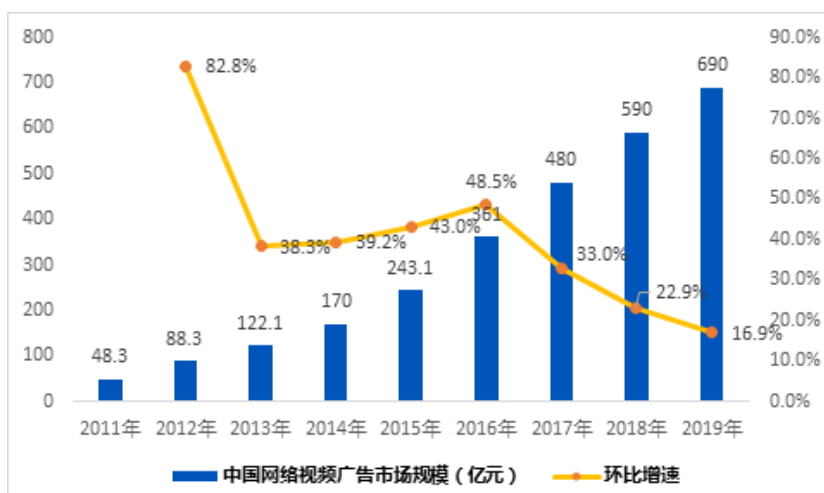
资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 6.1 网络视频广告

•互联网视频广告市场：据易观数据统计，中国互联网视频广告规模在 2019 年将达到 690 亿元，增速保持在 15%以上。其中移动广告市场达到 410 亿元，增速保持在 25%以上。庞大的互联网广告市场规模和稳健的增速，赋予了腾讯广告收入未来更大的可能性。

•从 MAU 的数据来看，爱奇艺、腾讯视频占据 TOP2 的地位，其次为优酷视频和芒果TV，因其用户规模的榜首地位和高月活跃度，以及内容投入的持续加码，未来会有超越爱奇艺广告市场的趋势。

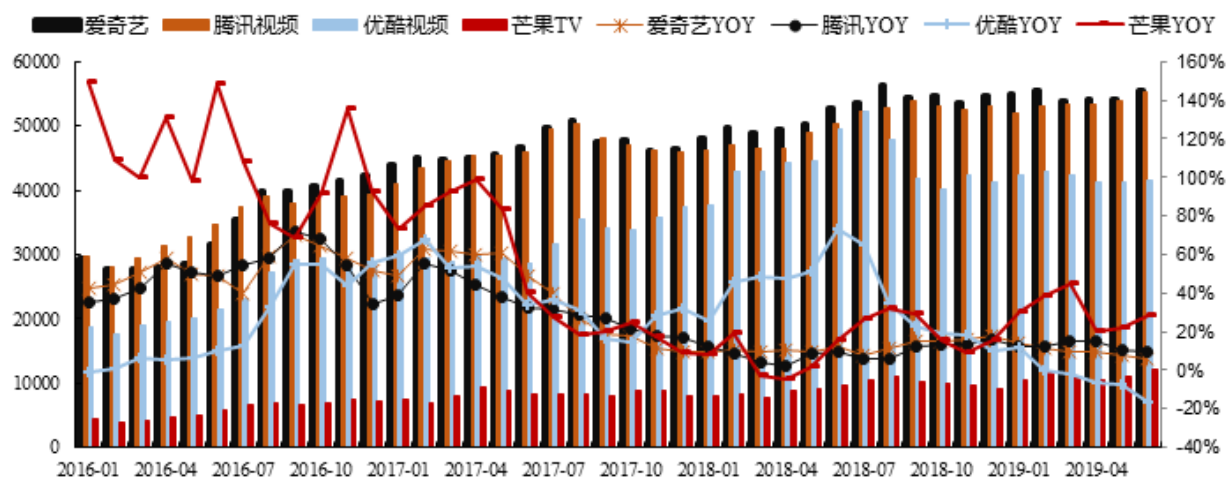
图 45：中国互联网视频广告市场预测



资料来源：CTR，艾瑞咨询、questmobile、民生证券研究院



图 46：芒果/腾讯视频/爱奇艺/优酷 2016~2019 年月活用户数据及同比增速对比



资料来源：wind，艾瑞咨询、questmobile、民生证券研究院

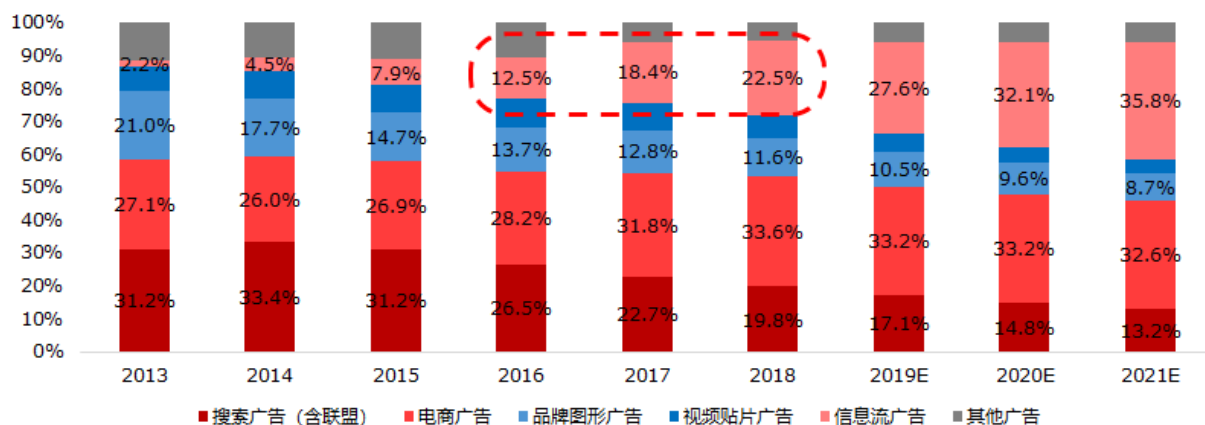
## 6.2 社交及其他广告

•从行业趋势上来看，广告主投放需求由品牌广告向效果广告转移的趋势较为明显，这些广告均在不同程度上能够以 CPA/CPS 等方式量化，以评估广告效果，因此广告主预算开始加速向效果广告集中。

•以品牌图形广告和视频贴片广告为代表的展示类广告，市场份额从 2012 年的 30% 逐步下滑至 2018 年的 19%。而搜索、电商、社交、信息流广告合计占比从 2013 年的 60% 提升至 2018 年的约 75%。

•短视频行业兴起，信息流广告快速发展，字节跳动系的流量大增，总体用户使用时长占比从 2018Q1 的 8.2% 提升至 2019Q1 的 11.3%。2019 年 1 月，字节跳动将今日头条、抖音短视频、西瓜视频、懂车帝、激萌等产品流量聚合到同一个平台上，并尝试将营销能力覆盖到体系外的产品和海外市场。

图 47：中国不同网络广告形式占比变化情况



资料来源：CTR，艾瑞咨询、questmobile、民生证券研究院

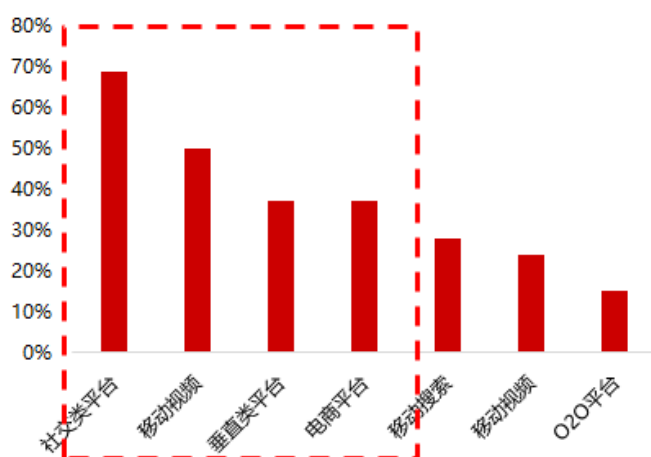
• 社交类平台、移动视频、垂直类平台和电商平台成为广告主投放主要意向阵地，这些平台的内容传播和生产能力更强，结合 ADMaster 的调研数据，KOL 入驻的推广平台更受广告主青睐。

• 移动短视频/直播等广告平台已经成为社会化媒体营销中最受认可的方式之一。

• 一方面，该平台 UGC 的原创能力较强，眼球份额及用户流量较为聚集；

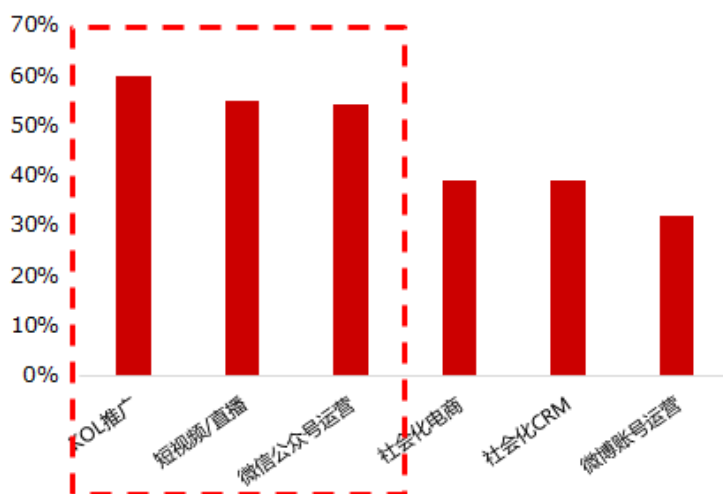
• 另一方面，例如抖音等平台 PUGC 的内容生产能力较强，话题制造能力较强，对于广告主和 KOL 营销的吸引力更强。

图 48：2019 中国广告主移动端广告媒体投放意向



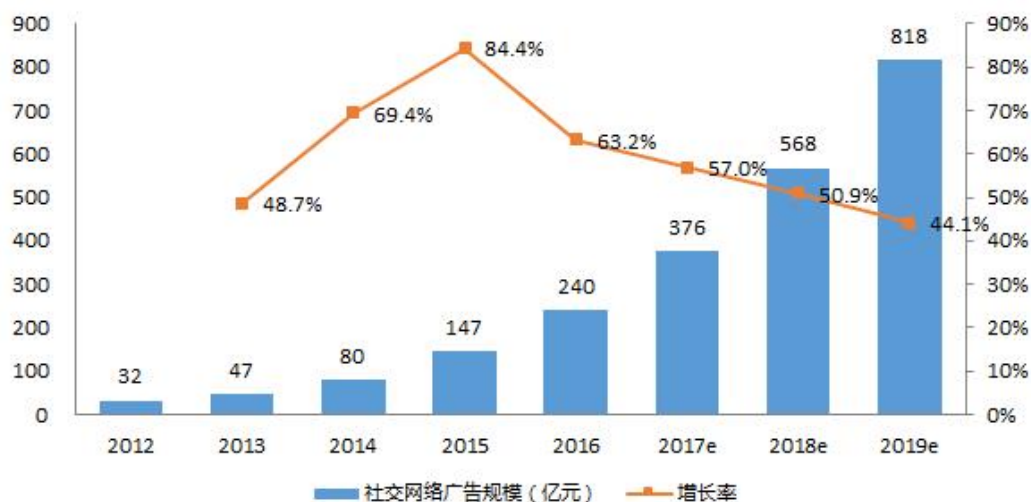
资料来源：CTR，艾瑞咨询、questmobile、民生证券研究院

图 49：2019 中国广告主社会化营销方式选择意向



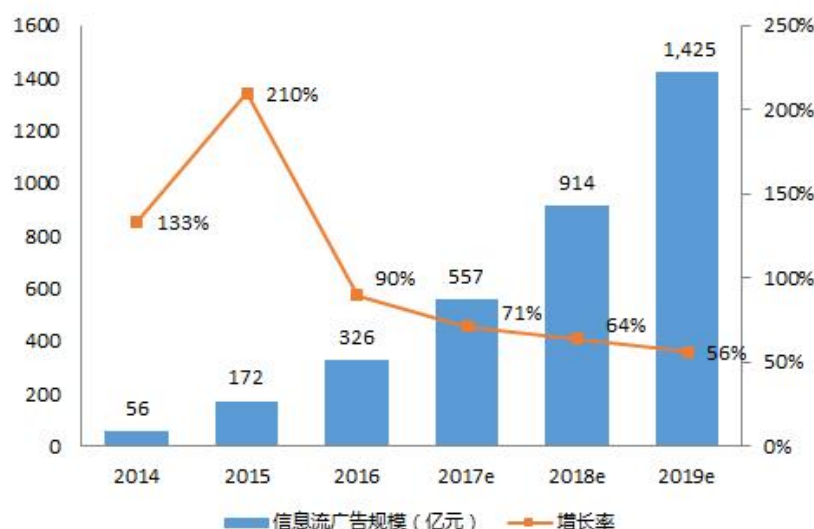
资料来源：CTR，艾瑞咨询、questmobile、民生证券研究院

图 50：中国社交网络广告市场规模及预测



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 51：中国信息流广告市场规模及预测



资料来源：IDC、公司官网、民生证券研究院

## 七、腾讯云服务：在消费互联网中成长起来的腾讯云产业

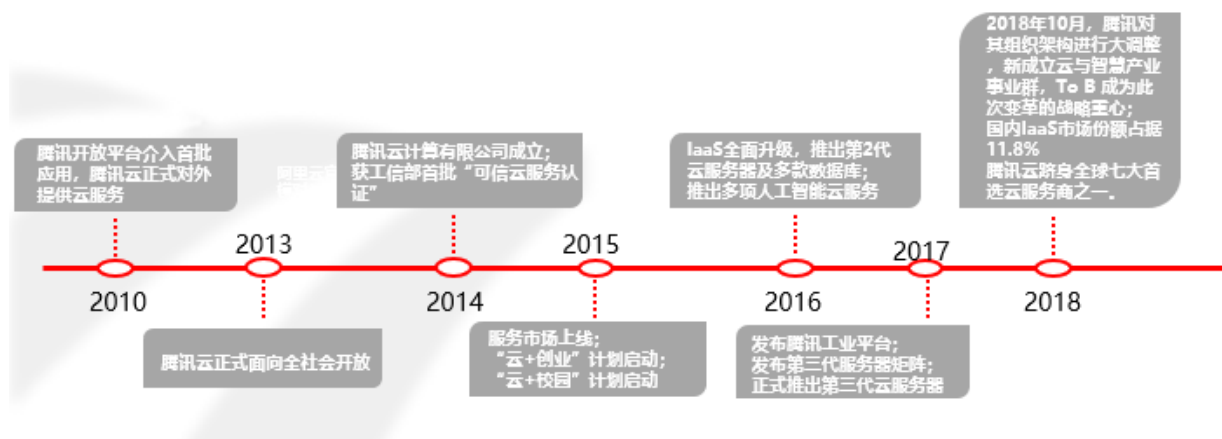
腾讯云所处的战略地位，在 2018 年 10 月组织架构调整之前只是社交网络事业群 SNG 的一部分，在资源调动与客户获取方面远不如阿里云，战略地位同样处于弱势。2018 年 10 月，腾讯对其组织架构进行大调整，新成立云与智慧产业事业群，To B 成为此次变革的战略重心。

- 腾讯新成立的云与智慧产业事业群（CSIG），整合腾讯云等诸多行业解决方案（除了腾讯云，还有 B 端服务：互联网+、智慧零售、教育、医疗、安全和 LBS 等行业解决方案，还包括 C 端应用腾讯地图，B 端产品腾讯优图等）。

- 腾讯以产品见长的特性在移动互联网时代扎根消费互联网，在 To C 的业务方面发展强

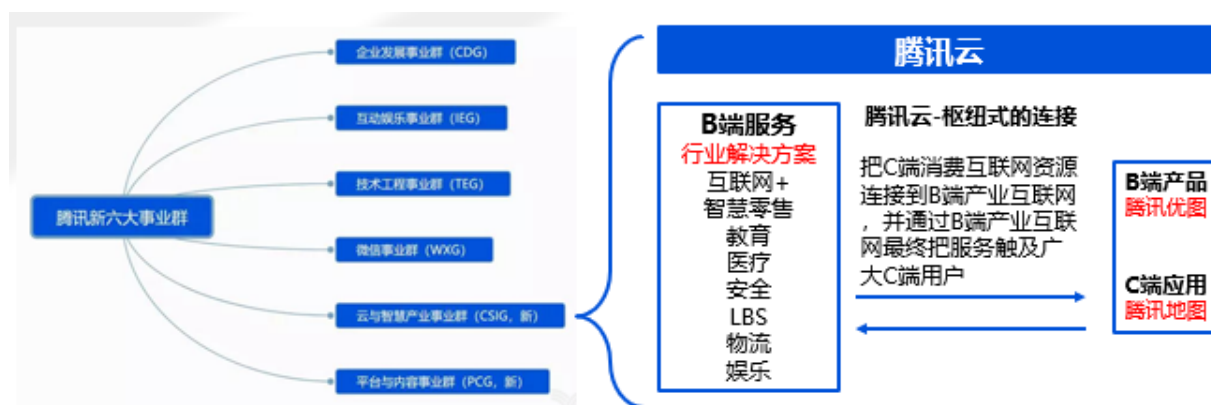
大,通过 CSIG 新事业群打通 B 端服务,联合更多的行业解决方案,进一步拥抱产业互联网,实现云业务的赶超。

图 52：腾讯云发展历程



资料来源：公司财报，IDC、公司官网、民生证券研究院

图 53：腾讯云组织架构

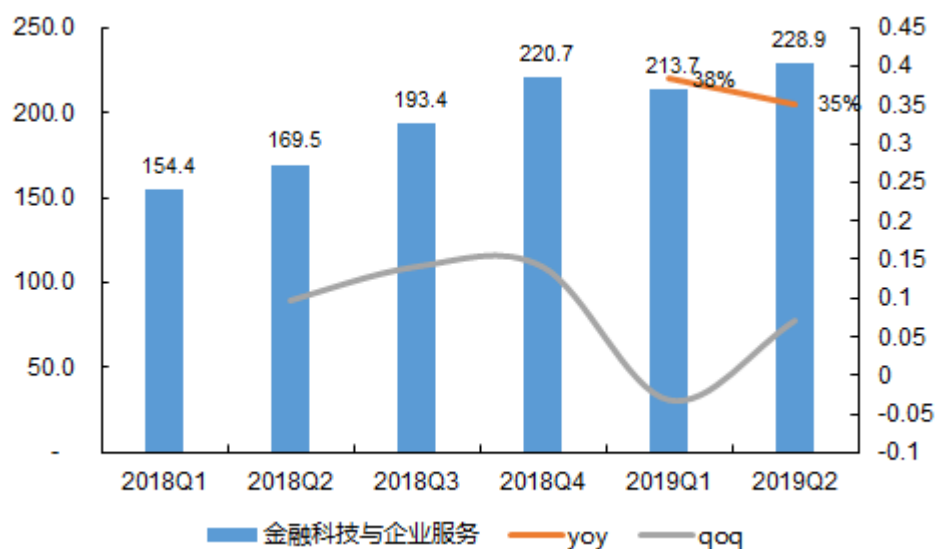


资料来源：公司财报，IDC、公司官网、民生证券研究院

• 2019Q2 金融科技与企业服务营收 228.9 亿元，同比增长 37.3%，占腾讯总营收的比例进一步上升至 26%，已经超过了智能手机游戏为腾讯带来的收入（222 亿元）。

• 腾讯在财报中表示，该项增长主要受商业支付及云服务的收入增长所推动，但备付金余额转至中国人民银行后不再产生利息，因此对增长有部分抵消作用。撇除该因素，金融科技及企业服务收入同比增长 57%。

图 54：金融科技与企业服务营收及增长

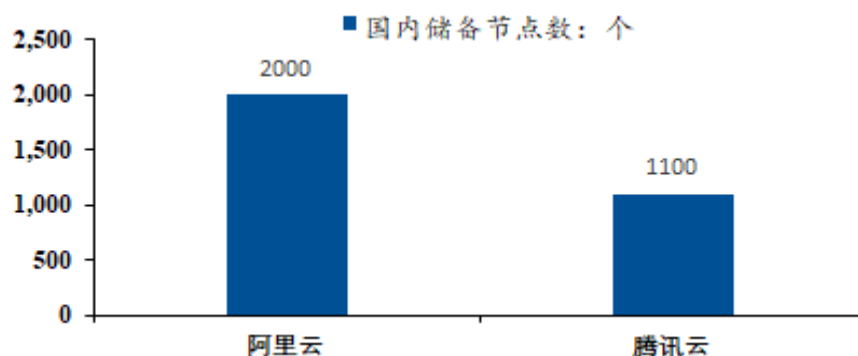


资料来源：公司财报，民生证券研究院

腾讯云：目前仍处在地理区域扩张的阶段，国内市场份额约 12%，位居第二。扩张是腾讯云全球化布局的首要任务，未来计划陆续上线多个区域和可用区，为更多客户提供集云计算、云数据、云运营于一体的全球云端服务体验。

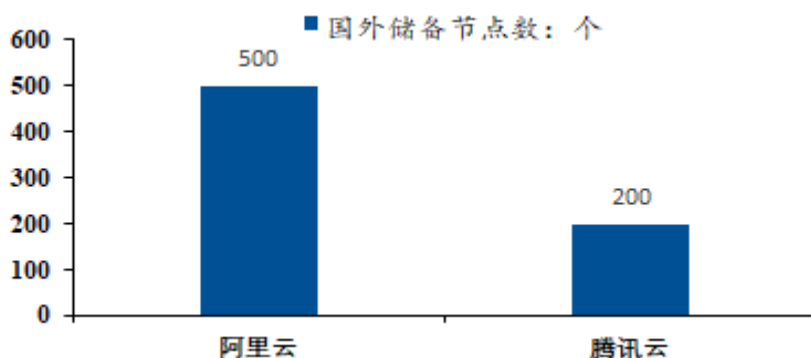
• 腾讯云全国部署 1100+ 加速节点，海外布局 200+ 加速节点，覆盖全球 30+ 国家地区，在全球 25 个地理区域内运营着 53 个可用区。

图 55：腾讯云与阿里云国内储备节点数



资料来源：公司财报，IDC、公司官网、民生证券研究院

图 56：腾讯云与阿里云国外储备节点数



资料来源：公司财报，IDC、公司官网、民生证券研究院

图 57：腾讯云全球基础设施布局



资料来源：公司财报，IDC、公司官网、民生证券研究院

腾讯云基于 QQ、微信、腾讯游戏等海量业务的技术锤炼，从基础架构到精细化运营，从平台实力到生态能力建设，腾讯云将之整合并面向市场，因此腾讯在游戏、视频、网络社交、出行行业的解决方案竞争力较强，表现出色。

• 腾讯自身在游戏、视频、社交、出行等业务是市场的领头羊，拥有强势地位，从而腾讯云在这些领域市场占有率排名第一，腾讯从自己擅长的领域出发，该领域话语权较强，整体解决方案的行业布局正在逐步完善，后来居上。

• 成绩：腾讯云提供 210+云产品服务，提供集云计算、云数据、云运营于一体的云端服务体验；200 万+开发者，使用腾讯云全球领先的云计算服务灵活应对各种应用场景；40+国内外权威认证的上云保障。



**表 4：腾讯云各行业客户情况**

行业布局	客户案例	市场竞争力
游戏	和平精英、部落冲突、永恒纪元、女神联盟、迷你世界等	腾讯云为超过一半的游戏公司提供服务，市场占有率第一
视频	斗鱼 TV、快手、哔哩哔哩、龙珠直播、广东网络广播电视台等	公有云服务市场占有率第一
金融	WeBank、富途证券、泰康人寿、安心保险、中金在线等	腾讯云正在为 150 多家银行及数十家保险公司、券商提供服务
资讯社交	微信、QQ、易企秀、指点传媒等	公有云服务市场占有率第一
政务	四川省、广东省、海南省、广州市厦门市、人民政府、云南省、深圳市公安厅/局等	腾讯云与广东省政府合作的全国首个移动民生服务平台“粤省事”上线，可提供社医保等 536 项服务及 53 种个人类电子证件照
教育	猿题库、新东方、好未来、腾讯课堂	腾讯校企合作相关产品和服务已经覆盖全国 16 个省的 54 所高等院校，累计覆盖近万名高校师生
交通出行/O2O	滴滴出行、大众点评、58 同城、土巴兔等	公有云服务市场占有率第一
旅游	同程网、住哲网、七天	
医疗	卓健、医链、泰道、微医集团等	
电商	聚美优品、小红书、楚楚街、锤子科技、折 800 等	
企业	人民日报、永辉超市、树根互联	
移动应用	荔枝 FM、搜狗、大象册	
制造		
物联网		

资料来源：公司公告，IDC、民生证券研究院

**云计算产业：逐渐兴起，云服务的需求与云技术的进步两方面构成产业兴起的双重驱动**

• **需求方面：**移动互联网和物联网产生的数据量越来越大、数据维度越来越多，而数据也越来越受到重视，这导致计算量急剧增长且弹性变大；

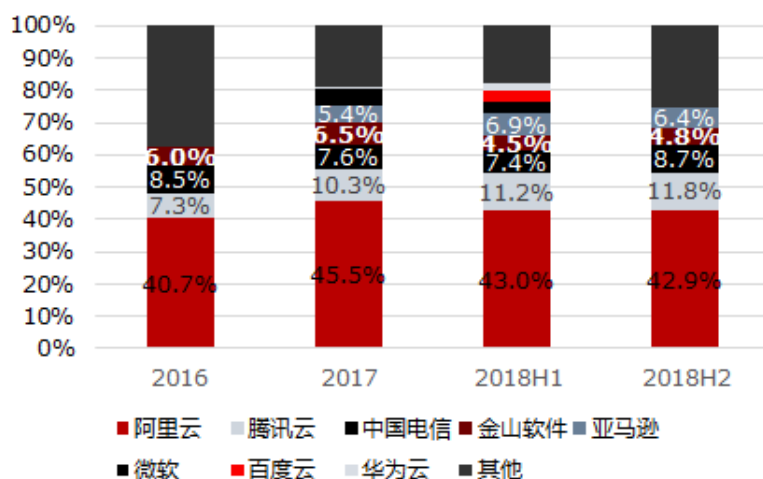
• **技术方面：**Web2.0 和 HTML5 先后撑起了前端应用（SaaS）；芯片技术、虚拟化技术等托起了底层架构（IaaS）；Hadoop、Spark 等大数据工程以及机器学习、深度学习撑起了中间层（PaaS）的数据处理。云服务按部署模式可分为公有云、私有云、社区云和混合云。

• IDC 对中国公有云市场数据进行统计，2015-2018 年阿里云一直位居中国云市场第一的

位置，份额占比从 2016 年 40.7%，提升到 2018 年的 42.9%，云服务绝对值从 2016 年 30.19 亿元，提升到 2018 年 247.02 亿元；

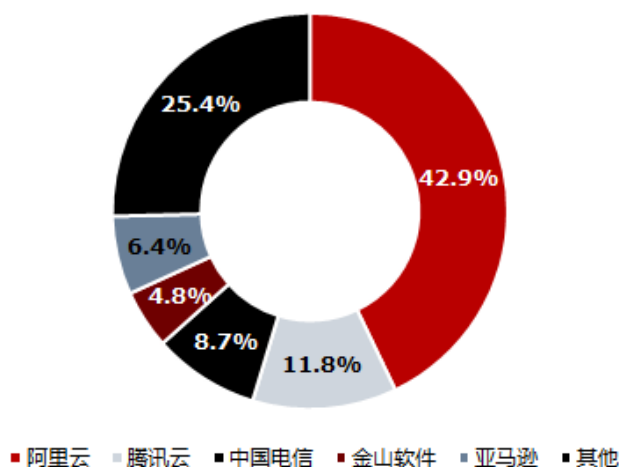
• 中国公有云 IaaS 市场领域集中度较高，TOP5 份额从 2016 年 62.5% 提升到 2018 下半年的 74.6%。从 IaaS 市场份额来看，2018 下半年，阿里云、腾讯云、中国电信、AWS、金山云分别以 42.9%、11.8%、8.7%、6.4%、4.8% 占据前五名。

图 58：2016-2018H2 中国 IaaS 市场份额变化情况



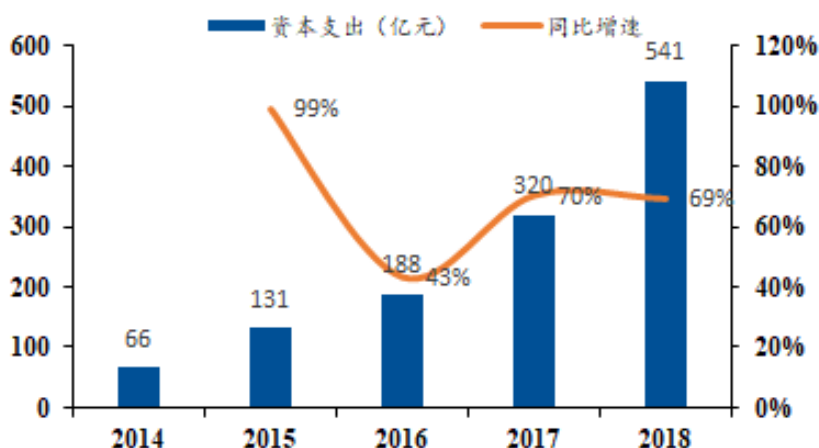
资料来源：IDC、民生证券研究院

图 59：2018H2 中国 IaaS 市场份额情况



资料来源：IDC、民生证券研究院

图 60：腾讯资本开支情况



资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 八、经营效率：交易成本及内容成本增加，推广销售费用下降

### 8.1 成本：交易成本及内容成本增加，推广及广告费缩减 30%

**成本端：**营业成本总计 2019Q2 达 497.4 亿元，同比增加 27.0%，其中内容成本增加较多达 113 亿元，同比增加 30.6%，主要原因是腾讯与顶级流量 NBA 的 5 年 5 亿美元转播合同的续约；此外交易成本达 202.1 亿元，同比增加 23.1%，腾讯在渠道上的议价能力一直较强，但在海外拓展的过程中也不得不面临当地游戏厂商及渠道方面的压力，腾讯与今年上半年在国内安卓渠道分成方面的谈判即希望渠道分成从 50% 提升到 70%，若该事件顺利达成，将提升腾讯毛利率 5-10 个百分点。

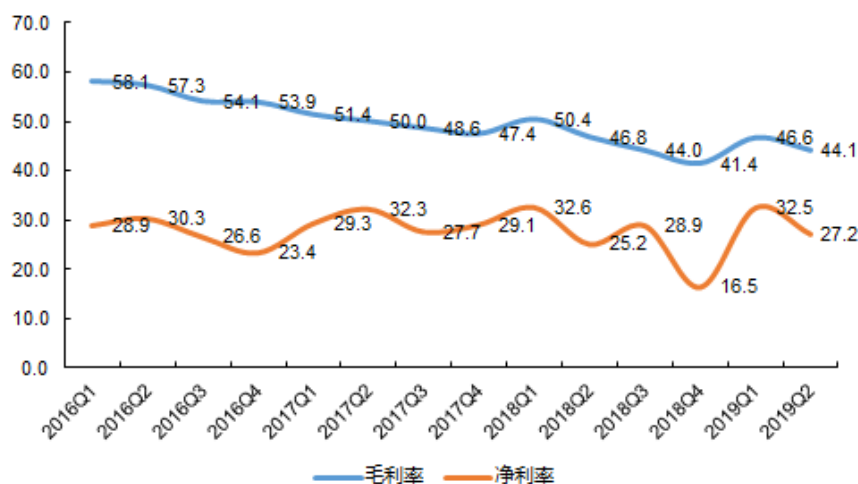
表 5：营业成本项目详细概况

	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	2019Q2 同比
交易成本	148.8	164.2	184.6	202.1	23.1%
员工福利开支	95.8	103.6	116.2	126.4	22.0%
内容成本	78.3	86.5	112.6	113.0	30.6%
无形资产摊销	55.4	62.6	59.2	70.8	13.1%
带宽与服务器托管费	34.1	37.4	40.8	39.9	6.8%
折旧	16.6	19.2	34.1	37.4	94.8%
推广及广告费	45.7	51.8	33.2	36.6	-29.3%
差旅费及交际费	2.7	3.3	3.3	3.9	15.9%
营业总成本：亿元	364.9	392.3	451.2	497.4	27.0%

资料来源：公司财报、民生证券研究院

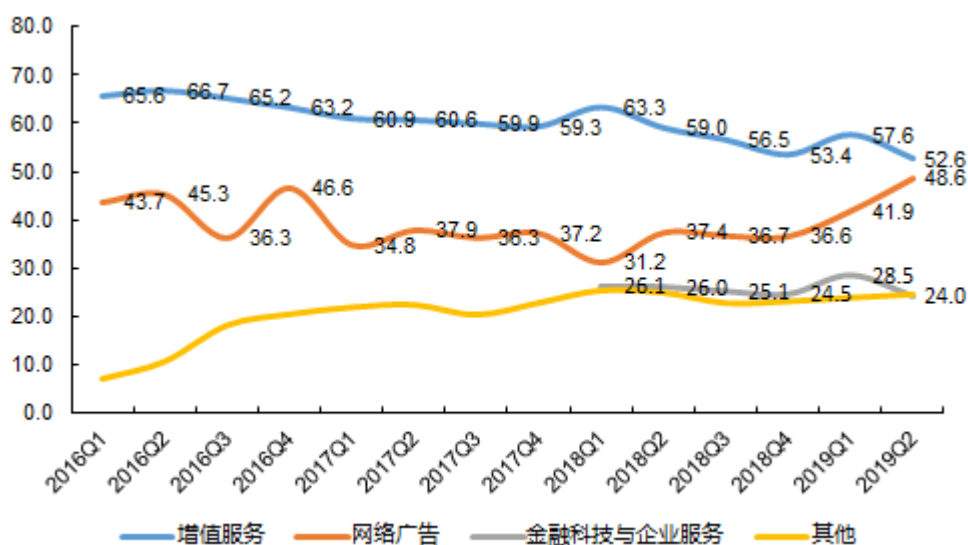
**毛利率：**2019Q2，毛利率为 44.1%，互联网增值服务毛利率持平为 52.6%，广告业务毛利率为 48.6%，同比增加 11.2pct，金融科技业务毛利率 24.0%，其他业务毛利率为 24.6%。

图 61：腾讯毛利率及净利率情况



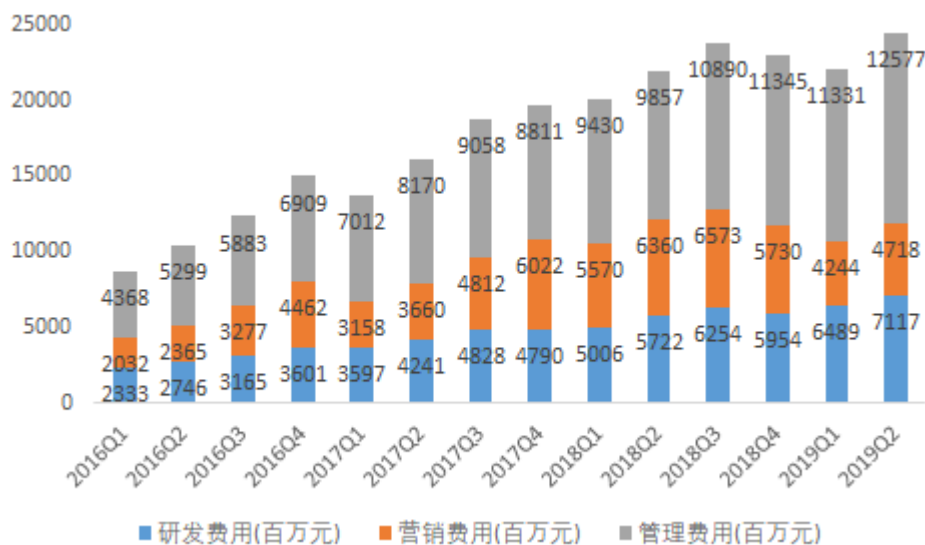
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 62：毛利率结构变化



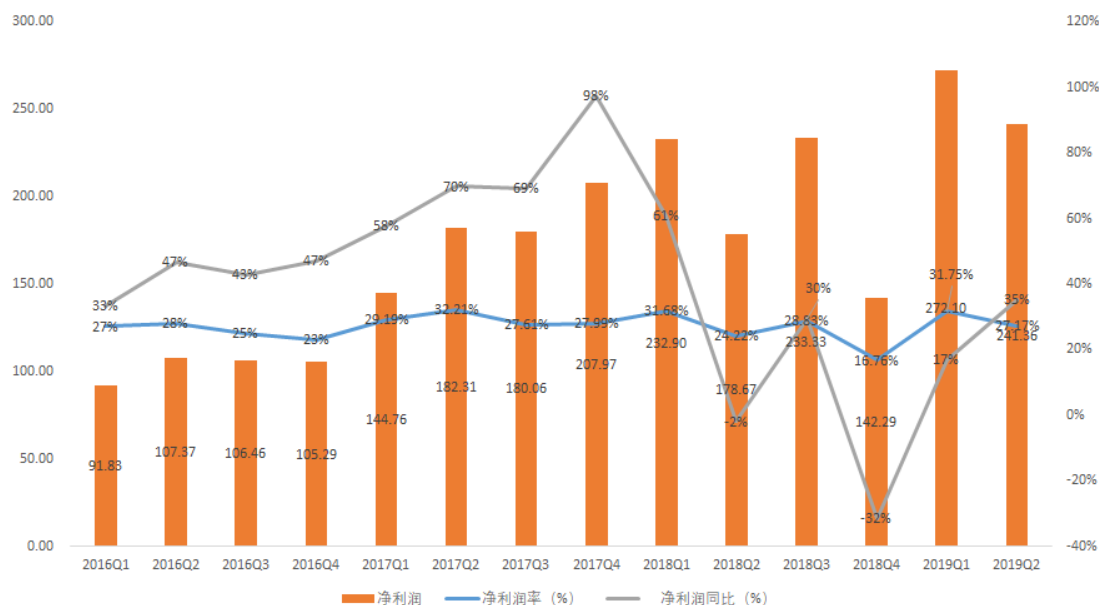
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 63：腾讯各费用占比情况



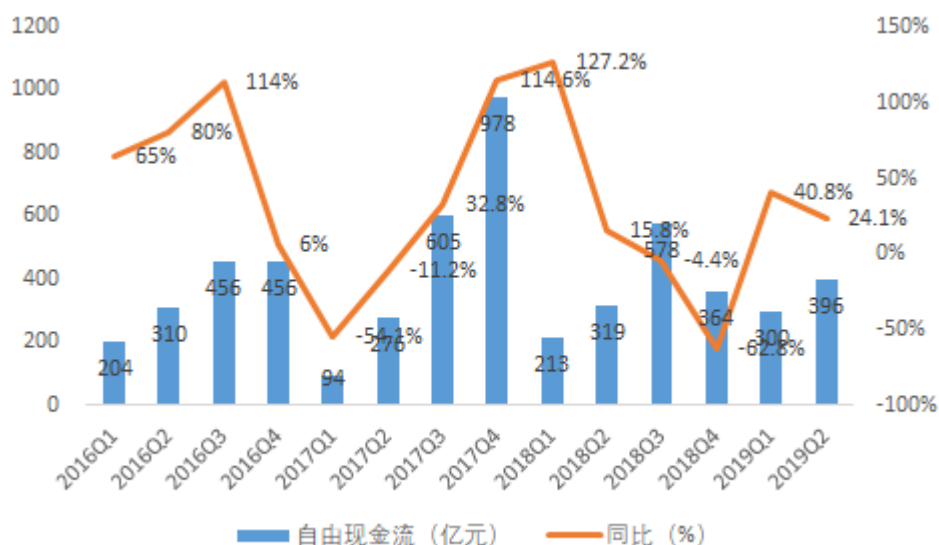
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 64：腾讯净利润率及同/环比增速



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图 65：腾讯自由现金流



资料来源：公司财报，民生证券研究院

表 5：主要互联网公司市值及股价对比

公司	代码	货币	股价	市值 (亿)
腾讯	700-HK	HKD	340	32,488
Facebook	FB-US	USD	188	37,802
Alphabet	GOOG-US	USD	1,197	58,372
Twitter	TWTR-US	USD	42	2,272
阿里巴巴	BABA-US	USD	164	30,033
百度	BIDU-US	USD	97	2,397
网易	NTES-US	USD	261	2,347
微博	WB-US	USD	36	577

资料来源：wind，民生证券研究院

## 图表目录

图 1：腾讯营业收入及增速 .....	1
图 2：腾讯收入构成变化 .....	1
图 3：主营业务收入占比 .....	1
图 4：增值服务业务、网络游戏及网络广告增速对比 .....	1
图 5：公司总体业务 ARPU .....	1
图 6：广告 ARPU .....	1
图 7：社交 ARPU .....	1
图 8：各社交平台总营收 ARPU 对比 (美元) .....	1
图 9：社交网络营收及增速 .....	1
图 10：社交网络营收及增速 .....	10
图 11：微信 MAU 及增速 (百万) .....	10
图 12：QQMAU 及增速 (百万) .....	1
图 13：QQ 空间智能终端 MAU 及增速 (百万) .....	1



图 14：QQ 空间 MAU 及增速（百万）	11
图 15：QQ 空间 MAU 及增速（百万）	11
图 16：腾讯注册账户数：收费增值服务（百万）	11
图 17：腾讯 2009-2019H1 游戏营收及增速	11
图 18：腾讯 2012Q3-2019Q2 分季度游戏收入及增速	11
图 19：腾讯网络游戏收入占比	11
图 20：腾讯递延收入情况	11
图 21：2008-2019H1 中国游戏市场规模	11
图 22：2008-2019H1 中国游戏市场收入构成	11
图 23：2008-2019H1 各类型游戏收入构成	11
图 24：腾讯客户端游戏收入	11
图 25：腾讯 ACGs—高级休闲游戏 ARPU 值	11
图 26：腾讯 MMOGs—大型多人在线游戏 ARPU 值	11
图 27：2008-2019H1 端游市场规模及增速	11
图 28：腾讯的重点端游产品	11
图 29：腾讯 2014-2019H1 手游收入及增速	21
图 30：腾讯 2013Q4-2019Q2 分季度手游营收	21
图 31：腾讯手游收入占游戏收入比重	21
图 32：王者荣耀 DAU	21
图 33：王者荣耀 MAU	21
图 34：王者荣耀上线以来畅销榜排名（稳定在 Top1）	21
图 35：腾讯网易游戏收入对比	21
图 36：腾讯&网易游戏营收占比	21
图 37：2008-2019H1 手游市场规模及增速	21
图 38：腾讯&网易手游收入	21
图 39：腾讯&网易手游收入市场占比	21
图 40：2008-2019H1 页游市场规模及增速	21
图 41：网络广告收入及增速	21
图 42：腾讯社交及其他广告及增速	21
图 43：腾讯媒体广告及增速	21
图 44：腾讯网络广告分类	21
图 45：中国互联网视频广告市场预测	21
图 46：芒果/腾讯视频/爱奇艺/优酷 2016~2019 年月活用户数据及同比增速对比	21
图 47：中国不同网络广告形式占比变化情况	21
图 48：2019 中国广告主移动端广告媒体投放意向	31
图 49：2019 中国广告主社会化营销方式选择意向	31
图 50：中国社交网络广告市场规模及预测	31

图 51：中国信息流广告市场规模及预测.....	3
图 52：腾讯云发展历程.....	3
图 53：腾讯云组织架构.....	3
图 54：金融科技与企业服务营收及增长.....	3
图 55：腾讯云与阿里云国内储备节点数.....	3
图 56：腾讯云与阿里云国外储备节点数.....	3
图 57：腾讯云全球基础设施布局.....	3
图 58：2016-2018H2 中国 IaaS 市场份额变化情况.....	3
图 59：2018H2 中国 IaaS 市场份额情况.....	3
图 60：腾讯资本开支情况.....	3
图 61：腾讯毛利率及净利率情况.....	3
图 62：毛利率结构变化.....	3
图 63：腾讯各费用占比情况.....	3
图 64：腾讯净利润率及同/环比增速.....	3
图 65：腾讯自由现金流.....	3

## 表格目录

表 1：腾讯游戏递延周期.....	1
表 2：2013-2018 全球网络 PC 端游收入排行.....	1
表 3：2013-2018 年手游收入一览（网易&腾讯手游霸榜 TOP10）.....	2
表 4：腾讯云各行业客户情况.....	3
表 5：营业成本项目详细概况.....	3

## 分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，2019年1月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。