

腾讯专题深度一

视频号：社会里，每个人

视频号或是腾讯在短视频时代的最后一张船票，其算法机制结合社交推荐和算法推荐。视频号的发展历程分为四个阶段，产品打磨期，快速发展期，商业释放期，再度升级期，DAU逐步提升。

视频号是“社交经济”，拓展公域，挖掘私域。相较于快手看“特别的人”，抖音刷“美丽的人”，视频号点赞“社会人”。视频号深挖用户社交关系，完成“社”（陌生人社交）+“交”（深度社交）两部分挖掘。1）私域运营通过朋友推荐、关注、朋友圈、微信群、个人名片挖掘“深度社交”；2）通过LBS和热度算法推行“陌生人社交”，完成“一度”人脉向“二度”人脉的升级，也是微信挖掘私域，拓展公域媒体阵地的重要尝试。

视频号商业模式可进行5种商业模式的变现，其中广告和电商是主要看点。1）私域运营：视频号发展早期，知识付费是早期的主要创作者变现手段，“微信豆”可以进行直播打赏变现，“微信小商店”及“连麦功能”标志着视频号内私域电商的打通；2）公域运营：广告或成为视频号重要的商业模式，此外也或将为创作者带来持续可预期的收入。视频号里“直播和附近”成为独立入口，或成为未来视频化“本地生活”的重要尝试。

视频号内容生态仍需丰富，或需头部内容带动，扩大内容消费规模。1）对比公众号的内容发展路径，目前微信视频号仍处于初级阶段；2）相较于快手看“特别的人”，抖音刷“美丽的人”，视频号点赞“社会人”；3）短视频逐步成为流量入口，以短带长及更丰富的内容形态将成必然，我们认为由于腾讯系文创资源丰富，随着用户内容消费需求的提升，对于优质内容的需求会越来越大，依托于微信的视频号在优质内容竞争方面，仍然拥有极强的优势；4）未来若广告系统平台的上线，直播电商成为更多创作者的标配，创作者或逐步在视频号生态里产生可预期的收入来源，或对内容生态的完善与健康发展带来有效的推动，或可作为视频号内容生态完善的重要观察窗口。

视频号广告及电商潜在商业化潜力大

视频号重要商业模式之一：潜在广告空间约在数百亿级 或也将带动内容生态完善的速度。中性假设下，视频号潜在广告收入空间在210-473亿元。基于快手、抖音的广告收入情况，对视频号潜在广告收入进行测算。中性假设下（Ad load=15%，CPM=40，推荐tab占比为60%），视频号潜在广告空间在210-473亿元。

视频号重要商业模式之二：电商业务潜在空间中性情景下GMV近万亿，电商收入近300亿元。视频号“内容+熟人+陌生人+lbs”关系链传播，电商渗透率提升快；同时“私域+社交”模式具备较好的信任基础以及用户粘性，电商转化率更高。中性情景下（视频号DAU 5亿人，电商渗透率50%，客单价120元/单，货币化率3%），对应潜在GMV*约9855亿元，潜在电商收入约296亿元。

投资建议：视频社会化趋势下，视频号是腾讯巩固加强互联网最为重要的“流量生态”的核心一环，意义极其重要，也是2021年腾讯的核心看点。若视频号深度商业化开启，广告和电商的收入空间逐步打开，将有望成为新的增长引擎。彭博一致预测公司2020-2023年PE分别为41/32/26/21倍。建议关注腾讯控股。

风险提示：宏观经济影响全社会广告需要以及线下消费规模；视频号内容生态和商业体系建设速度慢于预期；关于广告和电商空间的测算具有主观性，与实际值可能存在差距；新游上线时间慢于预期，用户增长及ARPPU不及预期；国内金融监管趋严，金融业务拓展放缓。

作者

孔蓉 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师
SAC执业证书编号：S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

杨雨辰 联系人
yuchenyang@tfzq.com

视频号发展历程及算法机制

视频号是微信在短视频时代的最后一张船票。关于短视频,从 2013 年 9 月上线微视到 2018 年 12 月微信 7.0 版本更新中新增“时刻视频”功能,腾讯在这方面做了许多尝试,但未有杀手级应用。2020 年 1 月,视频号上线,标志着短视频信息流生态在腾讯生态里得以补全,用户在泛娱乐短视频和直播的需求在腾讯系中得到满足。产品战略级别高,发展速度快,一年迭代 33 次,释放 40+新功能,视频号 DAU 逐步提升。

图 1: 视频号在微信生态里的定位



资料来源: 微信公开课, 天风证券研究所

视频号发展经历四个阶段, 目前进入深度商业化时期:

第一阶段: 产品打磨期 (2020 年 1 月到 2020 年 6 月)

2020 年 1 月, 视频号开始进行内测, 用户可发布 1 分钟内的视频或最多 9 张静态图片, 入口在发现页的“朋友圈”下方, 呈现方式为单列信息流。在此期间, 视频号导入小范围用户进行整个产品 UI 的测试, 对比不同用户样本和交互测试, 完善推荐机制, 持续放量白名单, 进一步确定视频号的产品定位。

第二阶段: 快速发展期 (2020 年 6 月到 2020 年 10 月)

进入 6 月后, 视频号基础产品架构逐渐成熟, 内容端更加丰富, 首页新增“个人关注”、“朋友推荐”、“热门推荐”及“附近”四个入口, 且新增弹幕评论功能, 白名单加速放量, AI 模型和机器学习算法准确度得到进一步提升。内容上在内部搭建内容运营团队, 在外部引入头部 MCN 和内容主。9 月份, 视频号直播开始进行内测。

第三阶段: 商业释放期 (2020 年 10 月到 2020 年 12 月)

进入 10 月, 视频号逐步放量白名单, 启动商业变现, 实现直播与微信小商店、公众号、朋友圈、小程序流量和产品之间的互通, 持续完善产品生态。同时将“附近”Tab 放入发现页“直播和附近”, 基于 LBS 机制进行精准分发。上线视频剪辑工具及虚拟物品道具“微信豆”, 进一步完善视频号生态。

第四阶段：再度升级期（2020年12月底-至今）

截止到2020年底，视频号数量超过3000万。1月份，视频号备战春节档，上线连麦、美颜、打赏、抽奖等功能；微信红包封面可放置视频号作品，同时在2月上线“点亮2021”视频号许愿功能，超过1800万人许愿，近1亿人在直播间点赞，助力视频号营销。未来深度商业化或加速，流量工具上线且期待视频号进行更深度的商业化。

图2：视频号发展时间线



资料来源：视灯研究院《2020年视频号发展白皮书》，天风证券研究所

视频号可充分利用其社交推荐机制结合算法推荐。视频号算法机制的底层逻辑与其他短视频平台相类似，通过匹配用户的内容消费标签和产品信息标签为用户提供感兴趣的内容。而视频号在此基础上利用微信的深度社交属性，采取社交圈层与个性化推荐并重的方式，基于“熟人社交+算法推荐”在三个Tab中加入好友推荐逻辑（关系链内容+关系链标签），构成视频号的算法推荐机制。我们认为：

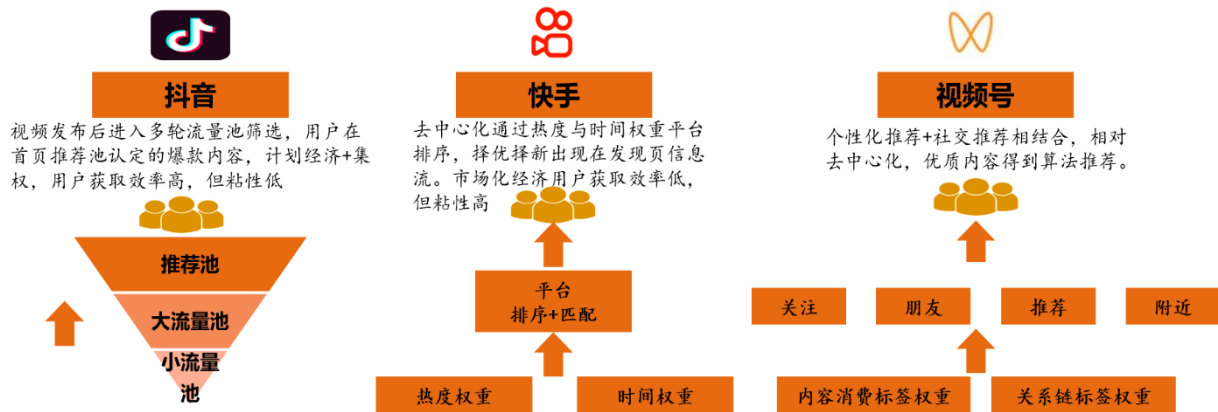
对于热门推荐，与抖音类似，在算法推荐上，多根据用户本身的内容消费标签进行推荐。

对于朋友在看，视频号多为通过关系链分发的内容。

对于附近部分，视频号通过LBS算法，根据定位范围进行内容推荐。

对于关注部分，在算法推荐上多根据进行推荐。

图 3：抖音、快手、视频号算法机制对比



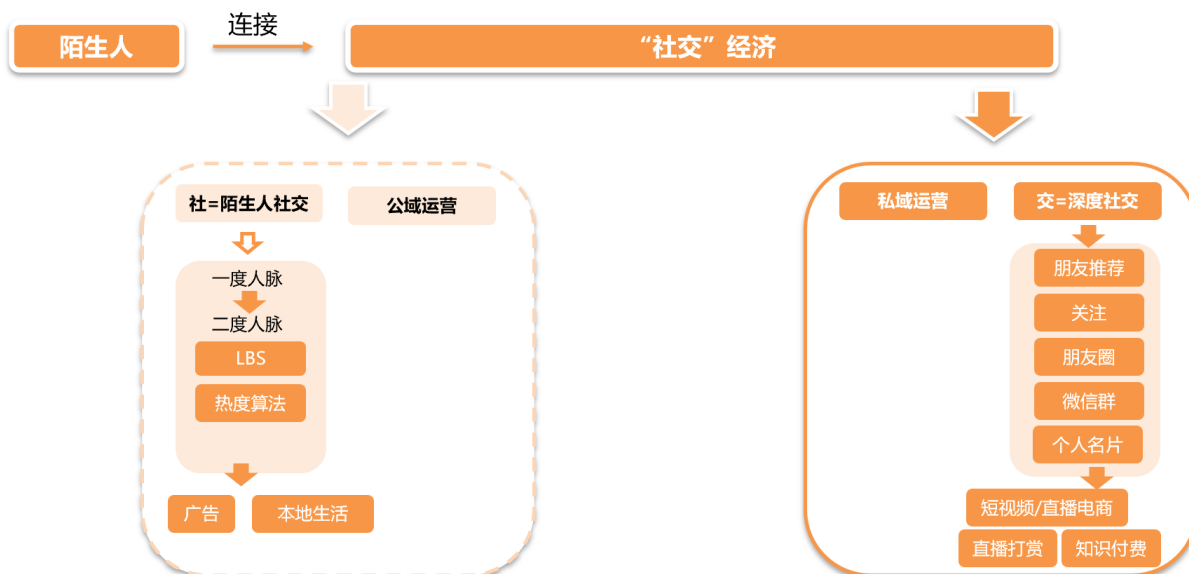
资料来源：天风证券研究所

视频号是“社交经济”，拓展公域，挖掘私域，可进行 5 种商业模式变现

视频号是“社交经济”，拓展公域，挖掘私域。作为微信生态体系的重要部分，视频号利用用户社交关系，完成“社”（陌生人社交）+“交”（深度社交）两部分挖掘。

- “社”=陌生人，突破原有熟人社交，打造媒体属性，拓展公域流量：作为少有的微信体系内带有公域流量的重要入口，视频号几乎覆盖微信公域流量所有重要入口，包括“发现”tab里“直播和附近”，推荐、话题标签、搜一搜、看一看、公众号等。视频号通过 LBS 和热度算法推行“陌生人社交”，完成“一度”人脉向“二度”人脉的升级，探索广告和本地生活领域的变现；
- “交”=深度社交，通过熟人关系链，挖掘私域流量：通过朋友推荐、关注、朋友圈、微信群、个人名片挖掘“深度社交”，探索短视频、直播电商、打赏、知识付费等变现途径。微信在个人名片的朋友圈一栏下方直接添加视频号入口这一重要战略级入口，以增加流量转化，战略意义凸显。

图 4：视频号“社交经济”逻辑



资料来源：天风证券研究所

图 5：视频号上线“直播和附近”



资料来源：微信 APP 截图，天风证券研究所

图 6：微信视频号添加于个人名片中



资料来源：微信 APP 截图，天风证券研究所

视频号私域+公域可进行 5 种商业模式的运营与变现，广告和电商或是未来主要看点。

- **私域运营**：由于视频号依托于微信流量和社交关系，粉丝与用户有较强的粘性，可进行交易侧转化：视频号发展早期，知识付费是早期的主要创作者变现是手段，2020 年 11 月，视频号上线“微信豆”提供直播间互动的产品，可以进行直播打赏变现，“微信小商店”及“连麦功能”标志着视频号内私域电商的打通，或成为未来创作者商业化的重要途经。
- **公域运营**：微信由于是熟人社交产品，一直缺乏公域媒体阵地，而算法推荐机制下，可实现公域广场的开发，广告或成为视频号重要的商业模式，此外也或将为创作者带来持续可预期的收入。视频号里“直播和附近”成为独立入口，或成为未来视频化“本地生活”的重要尝试。

图 7：视频号“社交经济”公域+私域运营并行进行商业模式拓展



资料来源：天风证券研究所

视频号内容生态完善需头部带动 深度商业化完善或将推动内容建设加速

视频号内容生态仍需丰富，或需头部内容带动，扩大内容消费规模。

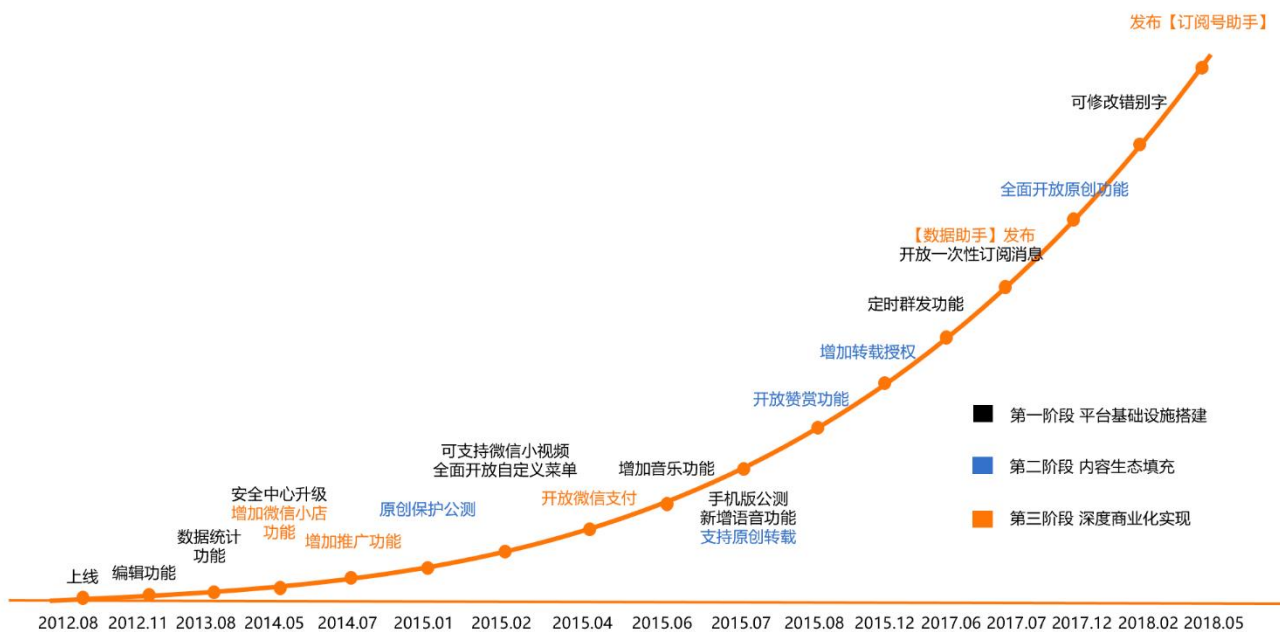
视频号与快抖相较时长仍有差距，内容生态仍需完善。1) 根据视灯数据，截止到 2020 年底，视频号 DAU 破 2.8 亿，春节期间预计 DAU 峰值在 4 亿左右，与抖音约 3.9 亿（主站，来源 Questmobile）、快手 3.36 亿（主站，来源 QuestMobile）类似；2) 但用户时长仍有较大差距。根据视灯数据，视频号平均用户日均使用时长 19 分钟，和快手（90.9 分钟，春节期间，来源 Questmobile，下同）与抖音（101.5 分钟）相比仍有较大差距。

从内部来看，我们选择同样强调“每个人”的公众号进行对比；从外部来看，我们选择目前相对成熟的短视频平台抖音和快手进行对比。

从内部来看，对标公众号，微信视频号目前正处于第一阶段到第二阶段的过渡，在内容生态上仍需补足。

2021 年 1 月，张小龙在微信公开课上提出要把视频号作为人人都可以记录和创作的短内容平台。视频号作为一个视频载体，对标的为以长内容为主体的公众号，每个人在平台中的参与度，具有类似的个人标签属性，因此我们认为可以通过参考微信公众号的内容发展历程来推演视频号未来的内容生态发展历程。

图 8：微信公众号的发展历程



资料来源：微信公众平台，天风证券研究所

微信公众号的发展历程大致分为三个阶段：

第一阶段：微信公众号平台基础设施的搭建。在此阶段中，微信公众号逐步开放后台编辑功能和数据统计功能，优化用户管理及平台管理，实现单多图多图文编辑的合并，不断更新公众号基础设施，确保用户高效完成公众号的制作。

第二阶段：微信公众号内容生态的填充。在此阶段，微信作为平台方，为创作者提供原创保护功能，保证原创内容的安全性；同时，公众号加大对内容主的扶持力度，开放赞赏功能及付费阅读功能，鼓励原创内容和优质内容的创作，持续完善公众号的内容生态。

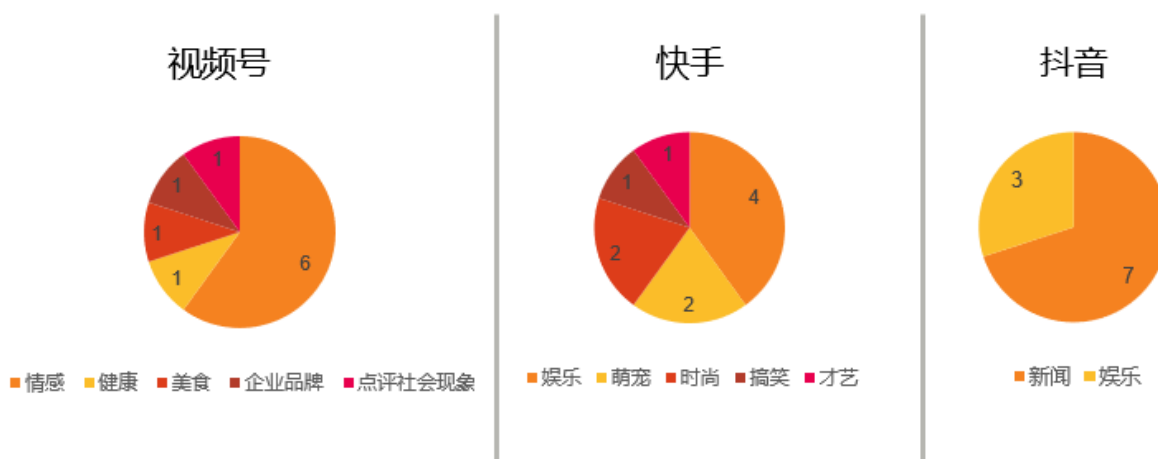
第三阶段：微信公众号深度商业化的实现。公众号在此阶段，开放文章底部、文章中部、互选广告和视频贴片等四个广告资源位进行展示的内容广告，实现深度商业化。

从外部来看，相较于快手看“特别的人”，抖音刷“美丽的人”，视频号点赞“社会人”，

是“每个人的电视台”。

我们将视频号与抖音和快手做对比，从内容生产和内容分发两个角度去衡量视频号的内容生态。1) 内容生产方面，视频号是“每个人的电视台”。基于熟人社交关系下，视频号注重原创的、个性化的、个体的价值内容，是去中心化和更低门槛的，UGC 创作者在视频号生态中将占据重要体系；2) 从内容分发形式上看，熟人社交下内容推荐更利于人设打造；情感类内容因低内容生产成本、高共鸣性，同时符合用户熟人社交下“人设打造”的需求，在微信视频号传播较好。视频号 500 强账号中，情感类账号占比 21%；而快手 top100 中，搞笑类账号占比 24%排名第一；抖音账号时事类账号前 6 占据粉丝排行榜前 6，前 10 中有 7 个账号均为时事类。

图 9：视频号 v.s 快手 v.s 抖音 top10 视频分类



资料来源：飞瓜数据，新榜，锌榜，天风证券研究所

对比其他短视频产品，我们认为未来视频号内容生态逐步完善，或仍需头部内容带动。“爆款内容引流”+“内容生态培育”的方式，或可在维持高活跃用户的基础上，提高用户时长，而这需要：1) 对于创作者持续的培养，同时降低内容创作门槛；2) 优质内容资源的倾斜；3) 平台适当的流量扶持或可预期的稳定变现方式。

短视频逐步成为流量入口，以短带长及更丰富的内容形态将成必然，我们认为由于腾讯系文创资源丰富，随着用户内容消费需求的提升，对于优质内容的需求会越来越大，依托于微信的视频号在优质内容竞争方面，仍然拥有极强的优势。

此外，若腾讯未来内部打通文创资源，将成为视频号的核心竞争力。1) 微信视频号的优势在于私域属性的熟人社区，熟人社交下内容推荐更基于人设打造，而“推荐”页算法推荐机制则是打通公域流量的方法。视频号深度商业化开启，意味着创作者预期获得稳定的变现与收入，UGC+PUGC 内容供给增加且更加丰富，提升整体视频号内容质量；2) 腾讯系文创资源丰富，若未来协调不同事业群的资源互补与合作，或将带来极强的内容竞争力，进而提高用户体验、提高视频号的用户数与时长。“熟人+社交+腾讯文创资源”或将构成视频号核心优势。

图 10：快手内容网络规模效应强 VS 抖音分发效率高 VS 视频号



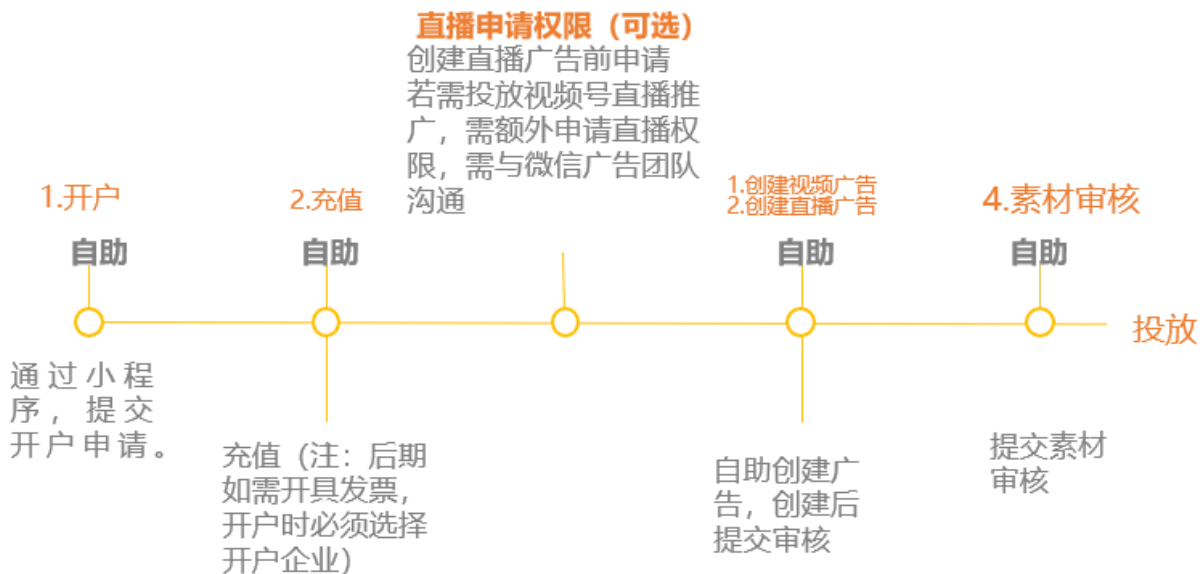
资料来源：天风证券研究所

未来若广告系统平台的上线，直播电商成为更多创作者的标配，创作者或逐步在视频号生态里产生可预期的收入来源，或对内容生态的完善与健康发展带来有效的推动，或可作为视频号内容生态完善的重要观察窗口。

视频号重要商业模式之一：潜在广告空间约在数百亿级 或也将带动内容生态完善的速度

视频号“付费推广”上线，未来深度商业化值得期待。视频号付费推广自 2020 年 9 月开始内测，初期仅面向企业用户，目前已面向全用户放开。

图 11：腾讯视频号总体流程概览



资料来源：锌榜，天风证券研究所

我们认为随着视频号内容生态不断健全，在日活跃用户数上以及用户使用时长上面仍将持续提升，因此在测算中我们参考快手和抖音在目前及未来情况下的 DAU 和时长情况，对在不同假设下视频号的未来广告空间做敏感性测算。以快手、抖音的广告商业化空间测算依据，我们认为未来视频号潜在广告空间在数百亿量级。

考虑到目前视频号尚未商业化，内容生态建设仍不健全，因此我们在保守、中性、乐观三种假设下分别对视频号的广告空间进行测算。以快手、抖音的广告商业化空间测算依据，我们对视频号的广告收入预测如下：

在保守假设下 (Ad load=10%, CPM=30, 推荐 tab 占比为 50%)，未来视频号潜在广告空间在 88-197 亿元；

在中性假设下 (Ad load=15%, CPM=40, 推荐 tab 占比为 60%)，未来视频号潜在广告空间在 210-473 亿元；

在乐观假设下 (Ad load=20%, CPM=50, 推荐 tab 占比为 70%)，未来视频号潜在广告空间在 409-920 亿元。

我们认为，随着视频号推广上线，视频号有望在未来加快深度商业化进程。我们根据视频号广告收入=DAU 均值*人均使用时长*每分钟播放视频数*Ad load 水平*推荐 Tab 时长占比*eCPM。进行不同假设下测算，其中关键指标测算如下：

Ad load 水平：在保守假设下，根据我们使用显示，视频号在推荐 tab 里每 10 条插播一条广告，ad load 水平为 10%且在一段时间内不发生变化。**在中性及乐观假设下**，我们认为随着内容生态的不断完善，视频号得到广告主的逐步认可，广告加载率会逐步提升，分别为 15%/20%。

CPM 水平：在保守情景下，我们假设视频号的 eCPM 水平在 30 元左右。**在中性及乐观假设下**，我们预计 CPM 的价格会随着 DAU 及用户使用时长的上升逐步提高，分别为 40/50 元/千次。

每分钟播放次数：2020 年 10 月微信 iOS 版 7.0.17 更新后，视频号的视频时长上限由 15 分钟上调为 30 分钟，视频长度也不再局限于一分钟以内，我们假设每分钟播放次数为 1。

推荐 Tab 的时长：**在保守假设下**，考虑到视频号刚刚起步，用户关注的视频主较少，我们认为当前推荐 Tab 的使用时长占比在 50%左右。**在中性及乐观假设下**，随着内容生态的不断完善，我们认为用户使用推荐 Tab 的时长会逐步增加，分别为 60%/70%。

基于不同假设下，视频号收入的敏感性测试分析如下表：

表 1：基于保守假设下，视频号收入敏感性测算（假设 Ad load=10%，CPM=30，推荐 Tab 时长占比为 50%，单位：亿元）

时长 (分钟) \ DAU (亿)	3	4	5	6	7
20	33	44	55	66	77
30	49	66	82	99	115
40	66	88	110	131	153
50	82	110	137	164	192
60	99	131	164	197	230
70	115	153	192	230	268
80	131	175	219	263	307

资料来源：天风证券研究所测算

表 2：基于中性假设下，视频号收入敏感性测算（假设 Ad load=15%，CPM=40，推荐 Tab 时长占比为 60%，单位：亿元）

时长 (分钟) \ DAU (亿)	3	4	5	6	7
20	79	105	131	158	184
30	118	158	197	237	276
40	158	210	263	315	368

50	197	263	329	394	460
60	237	315	394	473	552
70	276	368	460	552	644
80	315	420	526	631	736

资料来源：天风证券研究所测算

表 3：基于乐观假设下，视频号收入敏感性测算（假设 Ad load=20%，CPM=50，推荐 Tab 时长占比为 70%，单位：亿元）

时长（分钟）\DAU（亿）	3	4	5	6	7
20	153	204	256	307	358
30	230	307	383	460	537
40	307	409	511	613	715
50	383	511	639	767	894
60	460	613	767	920	1073
70	537	715	894	1073	1252
80	613	818	1022	1226	1431

资料来源：天风证券研究所测算

我们对快手 2020-2022 年的广告收入预测如下：

我们预计快手 20-22 年广告收入分别达到 206/463/854 亿元。其中关键假设如下：

DAU：根据晚点 LatePost，快手 2021 年春节期间 DAU 峰值达到 5 亿，并且考虑到超级播的推出，内容生态质量逐渐变好，我们认为快手 DAU，用户使用时长仍有上升空间，因此我们在这里假设 DAU 为 4 亿（未考虑海外市场）。

每分钟播放次数：我们假设每分钟播放次数调整为 1.5。

eCPM：考虑到快手在线上营销方面能力的稳步提升，我们预计快手 eCPM 的价格会有所提升，我们假设快手 2020-2022 年 eCPM 的价格为 18/22/25 元/千次。

我们对快手 2020~2022 年广告收入预测及 2021 年敏感性测算如下：

表 4：快手广告收入空间测算

	2020E	2021E	2022E
DAU 均值	3	4	5
人均使用时长（分钟）	87	96	104
每分钟播放次数	1.5	1.5	1.5
Ad load 水平	8%	10%	12%
eCPM（元/千次）	18	22	25
估算全年广告收入（亿元）	206	463	854
实际全年广告收入（亿元）	133(2020.9.30)	/	/

资料来源：快手招股书，天风证券研究所测算

表 5：2021 年快手收入敏感性测算（以 4 亿 DAU 为例，单位：亿元）

Ad load\cpm	15	20	22	25	30
2%	63	84	92	105	126
4%	126	168	185	210	252
6%	189	252	277	315	378
8%	252	336	370	420	504
10%	315	420	462	525	630
12%	378	504	554	630	756
15%	473	630	693	788	945

20%

630

840

924

1050

1260

资料来源：天风证券研究所测算

注：以 2021 年为基础，考虑到春节期间峰值达到 5 亿，以及超级播的推出，内容生态质量逐渐变好，我们认为快手 DAU，用户使用时长仍有上升空间，因此我们在这里取 DAU 为 4 亿（未考虑海外市场），时长为 96 分钟对快手广告收入进行敏感性测算。

我们对抖音 2020-2022 年的广告收入预测如下：

我们预计抖音 20-22 年广告收入分别达到 874/1385/2172 亿元。

抖音广告业务商业化起步较早，不同类型广告较为齐全，因此在测算中我们将广告类型分为三类进行测算，开屏广告、品牌信息流广告以及竞价信息流广告，将三类进行加总进而得出抖音广告收入，测算中我们做出如下假设：

我们假设公司每 DAU 日均观看开屏广告次数为 1 次

DAU：2020-2022 年我们认为抖音 DAU 还未到上限，随着内容生态不断完善，DAU 仍有上升空间，我们预计 2022 年达到 6 亿 DAU。

eCPM：对于开屏广告和品牌信息流广告，考虑到视频号商业化以及其他竞品在品牌商方面线上营销能力的提升，我们认为 eCPM 将呈持平趋势；而对于竞价信息流广告，随着 DAU 以及使用时长上升，我们认为 eCPM 呈小幅增长趋势。

表 6：抖音收入空间测算

广告收入空间测算	2020E	2021E	2022E
广告收入（亿元）	874	1385	2172
开屏广告收入（亿元）	88	110	131
DAU（亿人）	4	5	6
每 DAU 日均开屏广告显示次数	1	1	1
eCPM(元/千次)	60	60	60
品牌信息流收入（亿元）	191	283	408
DAU（亿人）	4	5	6
人均使用时长（分钟）	92.5	100	110
每分钟播放次数	2	2	2
Ad load 水平	10%	11%	12%
eCPM(元/千次)	60	60	60
品牌信息流占比	12%	12%	12%
竞价信息流收入（亿元）	596	992	1632
DAU（亿人）	4	5	6
人均使用时长（分钟）	92.5	100	110
每分钟播放次数	2	2	2
Ad load 水平	10%	11%	12%
eCPM(元/千次)	25	28	32
竞价信息流占比	88%	88%	88%

资料来源：Quest Mobile，天风证券研究所

视频号重要商业模式之二：电商业务潜在空间中情景下 GMV 近万亿，电商收入近 300 亿元

2020 年 8 月，微信小商店宣布对企业、个体、个人三种开店类型全量开放，可以帮助商家快速生成卖货小程序。2020 年 10 月，视频号打通微信小商店，内测直播带货，完成生态闭环；12 月视频号上线连麦、打赏、滤镜、美颜等功能，打通商家自有小程序。目前视频号已与微信生态中的各主要广告投放平台打通，直播商家可付费引导公域流量向私域流量转化。

对比抖音和快手的电商业务，视频号起步较晚正处于市场培育阶段，交易规模小，电商产业链、服务商尚不成熟，因此短期内较难抽取交易佣金和技术服务费，商业化价值主要体现在微信支付的通道费中。然而，视频号身处微信生态中，公域+私域双重属性也有其独特优势：“内容+熟人+陌生人+lbs”关系链传播会自然产生转发，电商渗透率提升快；并且与快手类似，“私域+社交”模式具备较好的信任基础以及用户粘性，电商转化率更高。

基于去中心化平台、私域流量特征，我们选取快手作为对标应用，参考其未来发展趋势及预测指标，来测算视频号深度商业化下的电商价值。考虑到视频号内容生态和电商产业链仍需要时间建设；我们初步假设三种情形，测算结果如下：

- 1) 保守情景：(我们假设视频号 DAU 4 亿人，电商渗透率 40%，客单价 100 元/单，货币化率 2%)，对应潜在 GMV*约 5256 亿元，潜在电商收入约 105 亿元；
- 2) 中性情景：(我们假设视频号 DAU 5 亿人，电商渗透率 50%，客单价 120 元/单，货币化率 3%)，对应潜在 GMV*约 9855 亿元，潜在电商收入约 296 亿元；
- 3) 乐观情景：(我们假设视频号 DAU 6 亿人，电商渗透率 60%，客单价 140 元/单，货币化率 4%)，对应潜在 GMV*约 16556 亿元，潜在电商收入约 662 亿元。

表 7：视频号电商业务潜在空间

	保守情景	中性情景	乐观情景
应用 DAU (百万)	400	500	600
电商渗透率	40%	50%	60%
电商 DAU (百万)	160	250	360
电商日活订单数量 (个)	0.12	0.12	0.12
全年电商订单数量 (百万)	7,008	10,950	15,768
客单价 (元/单)	100	120	140
总口径 GMV (百万元)	700,800	1,314,000	2,207,520
GMV* (百万元)	525,600	985,500	1,655,640
退换货及二类电商占比	25%	25%	25%
货币化率	2%	3%	4%
收入 (百万元)	10,512	29,565	66,226

资料来源：天风证券研究所测算

注：GMV*扣除退换货和二类电商

虽然中性情景下测算视频号潜在 GMV*量级接近万亿，潜在电商收入接近 300 亿元，与中性情景下测算的潜在广告收入中位数接近。但实际上，腾讯在广告业务方面已具备深厚积累，而在电商业务仍以搭建平台建立生态为主，物流、店铺管理等配套系统仍需进一步完善，视频号广告业务实现规模盈利将领先于电商业务。

此外，我们对中性情景下的视频号潜在电商收入进行敏感性测算：

表 8：中性情景下视频号潜在电商收入敏感性测算（相对于应用 DAU 以及 电商渗透率）

		应用 DAU (百万人)				
		300	400	500	600	700
电商 渗透率	30%	10,643	14,191	17,739	21,287	24,835
	40%	14,191	18,922	23,652	28,382	33,113
	50%	17,739	23,652	29,565	35,478	41,391
	60%	21,287	28,382	35,478	42,574	49,669
	70%	24,835	33,113	41,391	49,669	57,947

资料来源：天风证券研究所

表 9：中性情景下视频号潜在电商收入敏感性测算（相对于客单价 以及 货币化率）

		客单价 (元/单)				
		80	100	120	140	160
货币 化率	1%	6,570	8,213	9,855	11,498	13,140
	2%	13,140	16,425	19,710	22,995	26,280
	3%	19,710	24,638	29,565	34,493	39,420
	4%	26,280	32,850	39,420	45,990	52,560
	5%	32,850	41,063	49,275	57,488	65,700

资料来源：天风证券研究所

腾讯核心业务跟踪

游戏业务：Q4 头部游戏运营或偏留存，顶级 IP “端转手” 有望推动下一轮增长

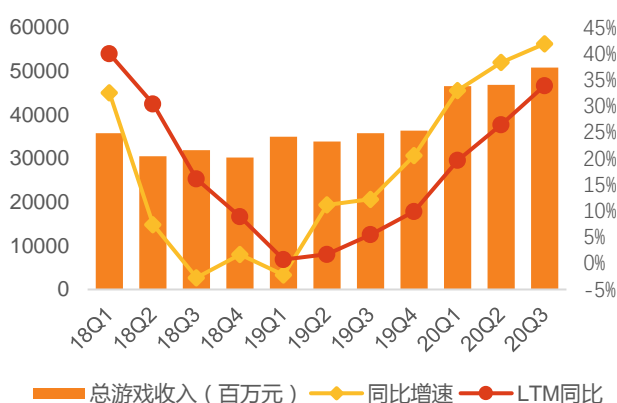
➤ 游戏业务：Q4 头部游戏运营或偏留存，顶级 IP “端转手” 有望成就新明星产品

2020Q1、Q2、Q3 公司游戏业务总收入（包含手游分发，下同）分别约 466、469、508 亿元，同比增速分别为 33%、38%、42%。3Q2020 公司游戏业务总收入约 1443 亿元，同比增长 38%，总收入占比提升至 41%。截止 2020Q3，公司递延收入约 864 亿元，同比增长 59% 维持高位，环比微降 2%。

进入 2020Q4，新上线游戏表现优异，现有头部游戏运营偏向留存，2019Q4 Supercell 并导致基数升高，或拖累游戏收入单季同比增速。

中期来看，尽管端游收入趋势性下降，但长期积累的深厚 IP 价值有望于手游端持续体现。目前《天涯明月刀手游》已正式上线，《DNF Mobile》与《LOL Mobile》已获得版号，均有潜力成为公司新的明星产品。

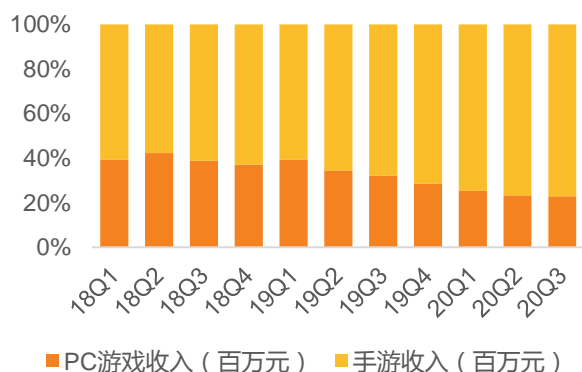
图 12：公司游戏业务单季度总收入及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所测算

注：总游戏收入包括手游分发收入

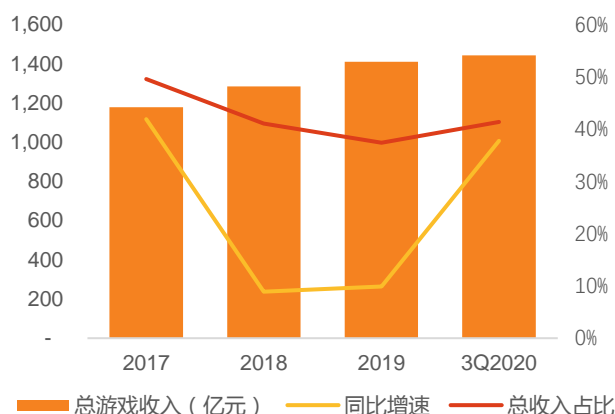
图 14：公司游戏业务游戏业务收入结构



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所测算

注：手游收入包括分发收入

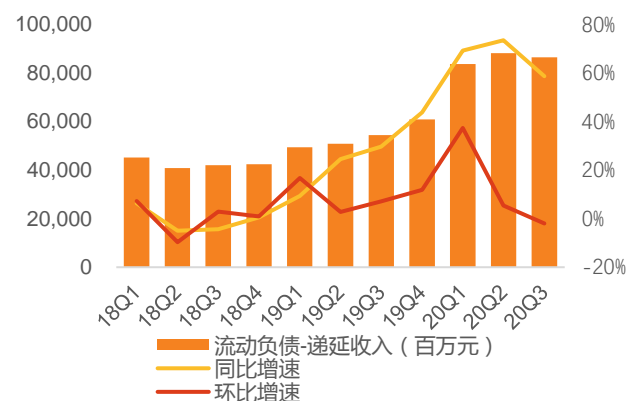
图 13：公司游戏业务总收入、同比增速、及收入占比



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所测算

注：总游戏收入包括手游分发收入

图 15：公司递延收入及同比、环比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

➤ 端游方面：电竞赋能、影视剧热度反哺拉长生命周期，拳头新游戏潜力较高

2020Q1、Q2、Q3 公司 PC 游戏收入分别约 118、109、116 亿元，同比增速分别为 -15%、-7%、+1%。3Q2020 公司 PC 游戏收入约 343 亿元，同比下降 7%，估算国内端游市场市占率约 81%。2020Q3 端游收入结束了连续 9 个月环比回落，主要系：1)《英雄联盟》举办大型主题活动“绽灵节”，并配合推出新英雄、新皮肤及活动通行证；2)《穿越火线》改

编的同名电视剧在腾讯视频热播，同时游戏内发布了与电视剧相结合的新游戏模式及皮肤；3) 拳头研发的新游戏《Valorant》2020年6月正式上线，在Twitch上广受关注。《DNF》方面，Nexon 2020Q3中国区收入不变价同比下降11%。

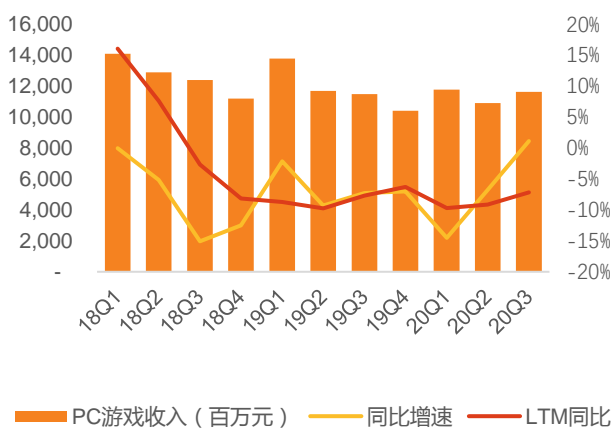
进入2020Q4，《英雄联盟》于10月举行的S10全球总决赛，官方数据显示在38场入围赛的比赛中，粉丝们观看了1亿6092万小时的内容，和2019年同比增长了61.76%；平均每分钟观众数达到了360万，年度同比增长87.18%。全球总决赛总计达到了史上最高的超过10亿小时的观赛时长纪录。

考虑到《英雄联盟》和《穿越火线》在电竞、影视剧方面的热度反哺，预计Q4两部游戏人气及商业化可保持平稳。《DNF》方面，Nexon 2020Q4中国区收入不变价同比下降20%，降幅有所扩大。Superdata数据显示，2020年《英雄联盟》、《DNF》预估收入分别为17.5、14.1亿美元，唯二进入全球免费游戏收入榜TOP10的PC游戏。

Superdata数据显示，拳头研发的新游戏《Valorant》2020年6月正式上线即成为全球PC游戏单月收入第6名，超过《堡垒之夜》、《魔兽世界》、《CS:GO》，排名2020年非手游免费游戏收入第9名。未来随着内容、玩法丰富以及电竞元素赋能，或成为《CS:GO》的有力竞争对手。

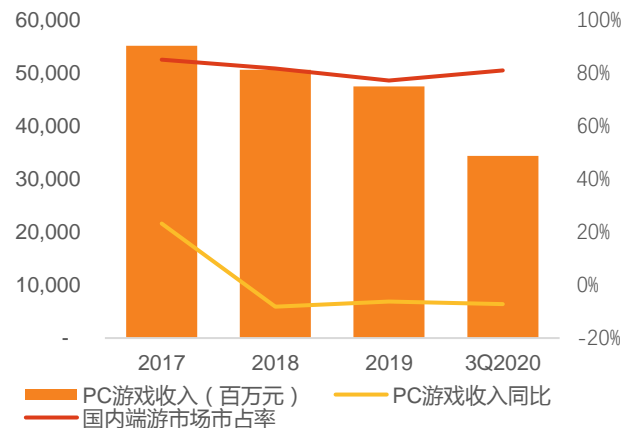
根据《2020年中国游戏产业报告》，2020年中国端游市场销售收入同比下降9%，其中Q4同比-7%，环比-6%。我们认为，未来公司PC游戏业务主要受限于中国端游用户规模逐年下降趋势，但考虑到电竞赋能及影视剧热度反哺可延长头部游戏生命周期，以及新游戏《Valorant》较好的发展潜力，相信公司仍可于国内端游市场保持稳固的龙头地位。

图 16：腾讯端游单季度收入及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

图 17：腾讯端游收入结构、同比增速及市占率



资料来源：游戏工委，腾讯财报，天风证券研究所

➢ 手游方面，王者&和平基本盘稳固，新上线游戏表现优秀，顶级IP“端转手”或可推动下一轮增长

2020Q1、Q2、Q3公司手游收入（包含分发收入，下同）分别约348、360、392亿元，同比增速分别为64%、62%、61%。3Q2020公司手游收入约1099亿元，同比增长62%。

2020年11月1日，《王者荣耀》五周年庆典上宣布，2020年首十个月平均日活超过1亿，未来将会推出《代号：启程》和《代号：破晓》两款正统衍生新游戏、首部授权影视剧《你是我的荣耀》（迪丽热巴、杨洋领衔主演）、以及首部3D英雄番剧等。

SensorTower数据显示，除2020年10月《原神》登顶外，《王者荣耀》和《和平精英》（数据口径包括《PUBG Mobile》，下同）基本包揽了手游月度预估AppStore和Googleplay收入排行榜前2名。整体来看，2020Q4《王者荣耀》预估收入继续保持较高增长，《和平精英》预估收入增速随基数走高或放缓至个位数。截止2020年12月14日，《王者荣耀》预估AppStore和Googleplay收入接近25亿美元，同比增长42.8%；《和平精英》（包括《PUBG Mobile》）预估AppStore和Googleplay收入近26亿美元，同比增长64.3%。进入2021年，两大头部游戏增长势头延续，其中《王者荣耀》预估AppStore和Googleplay收

入 1、2 月分别同比+22%、+57%，《和平精英》(包括《PUBGMobile》)分别同比 26%、16%。

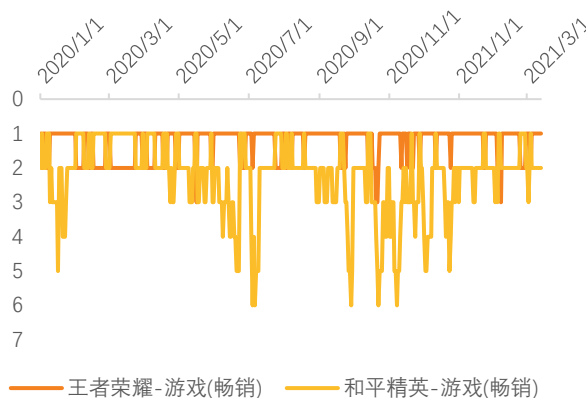
Supercell 公布 2020 年收入约 14.8 亿美元，同比下降 5%。考虑到 2019Q4Supercell 并表基数抬升，以及 2020Q4Supercell 对腾讯游戏收入同比增速的拉动作用将减弱。

新游戏方面，《天涯明月刀手游》2020 年 10 月正式上线，SensorTower 预估首周 IOS 收入超过 3 亿元，打破了 2019 年《完美世界手游》的记录，10 月中下旬 IOS 收入规模超越《和平精英》，10 月在全球手游 IOS 收入榜中排行第 4，此后 11 月、12 月分列第 3、7。进入 2021 年后，七麦数据显示《天涯明月刀手游》基本保持在 AppStore 游戏畅销榜前 10。

《CODMobile》国服在上线前获得了超过 6000 万玩家的预约，2020 年 12 月正式上线后首周位列中国 IOS 手游畅销榜第 4 位，SensorTower 预估首周 IOS 收入超过 1400 万美元。

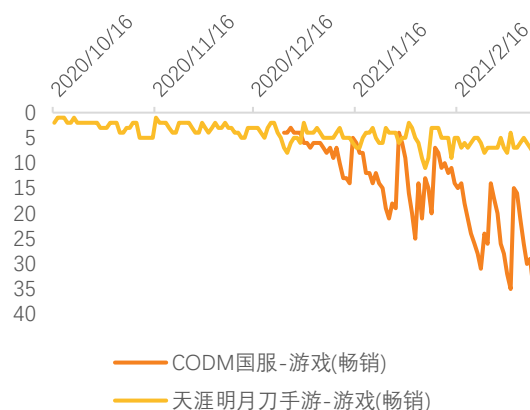
《LOLMobile》2020 年 10 月起，陆续在日本、韩国、东南亚、欧洲等地区公测，SensorTower 数据显示截止 2020 年 12 月 16 日，《LOLMobile》预估 AppStore 和 Googleplay 收入达到 1050 万美元。

图 18:《王者荣耀》与《和平精英》中国 IOS 游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

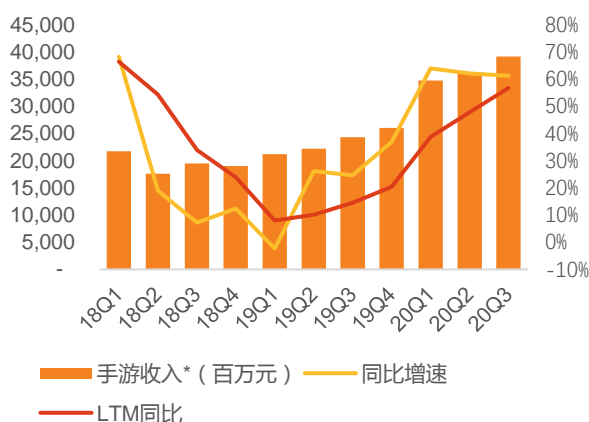
图 19:《天涯明月刀手游》与《CODM》中国 IOS 游戏畅销榜排名



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

展望未来，我们认为《王者荣耀》与《和平精英》两大支柱可保持相对稳固的收入基本盘，《天涯明月刀手游》有望成为新的明星产品。公司游戏储备充足，已于多个产品展现出强大的“端转手”能力。两大顶级 IP《DNF Mobile》以及《LOL Mobile》上线在即，潜在收入空间可观，或可推动公司手游业务开启下一轮增长。

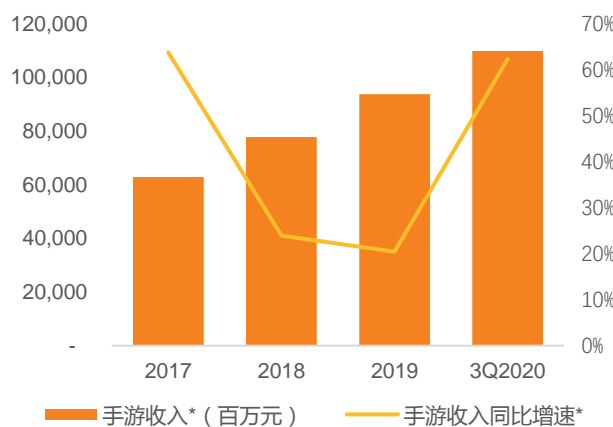
图 20: 腾讯手游单季度收入及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所测算

注：手游收入包括分发收入

图 21: 腾讯手游年度收入及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所测算

注：手游收入包括分发收入

数字内容订阅：Q2 虎牙并表提振增速，付费用户规模稳步增长，在线视频订阅存在提价空间

2020Q1、Q2、Q3 公司数字内容订阅收入分别约 159、181、190 亿元，同比增速分别为 14%、28%、28%。3Q2020 公司订阅收入约 530 亿元，同比增长 23%。

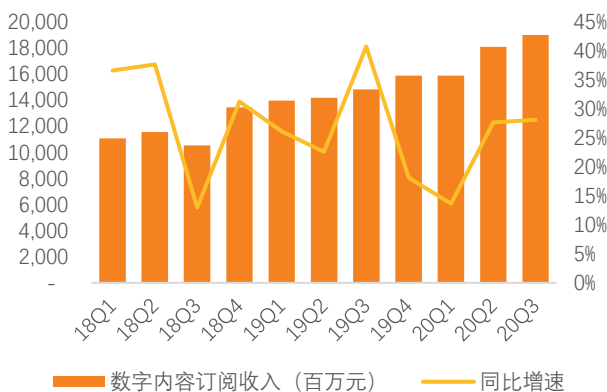
拆分驱动因素来看，付费用户规模扩大是收入增长的主要驱动力。2020 Q1、Q2、Q3 公司增值服务付费订阅人数分别同比增长 19%、20%、25%。其中在线视频订阅人数分别同比增长 26%、18%、20%，主要系《三十而已》、《锦绣南歌》及《斗罗大陆第三季》等优质影视剧及动画片上线；在线音乐订阅人数分别同比增长 50%、52%、46%，主要受益于付费曲库扩充及留存率提升。

从业务主体来看，2020 年前三季度数字内容订阅收入较快增长主要来自于：1) Q2 虎牙 (HUYA.N) 并表；2) 优质内容推动腾讯视频付费用户数及 ARPPU 增长；3) 腾讯音乐 (TME.N) 在线音乐订阅付费率提升以及社交娱乐 ARPPU 提升。

2020 年 11 月，爱奇艺对安卓用户提价，会员价格对齐 IOS 用户，市场反映较为温和。目前腾讯视频订阅价格偏低，不排除未来调整会员价格的可能性。

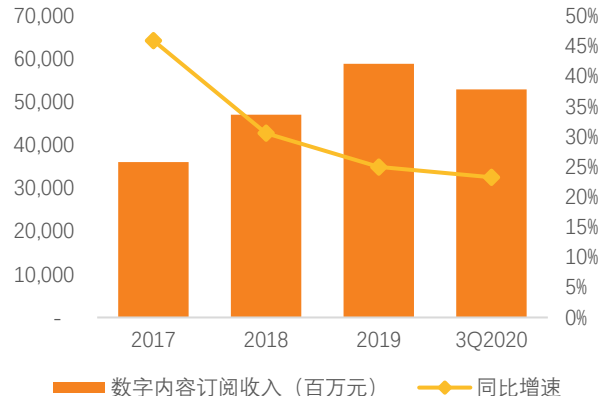
展望未来，我们预计，腾讯视频行业地位稳固，存在一定的提价空间；TME 受益于付费墙拓宽以及长音频布局持续深化；虎牙并表提振增速仍将持续两个季度 (2020Q4、2021Q1)。

图 22：腾讯数字内容单季度订阅收入及同比增速



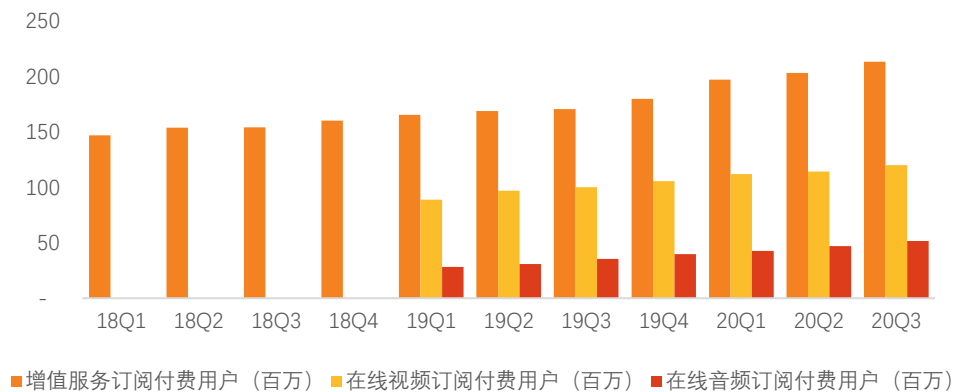
资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

图 23：腾讯数字内容年度订阅收入及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

图 24：腾讯增值服务付费订阅用户、在线视频付费订阅用户、在线音频付费订阅用户



资料来源：腾讯官网，天风证券研究所

广告业务：朋友圈广告量价提升驱动短期增长，中长期视频号广告商业化变现潜力大

2020Q1、Q2、Q3 公司网络广告收入分别约 177、186、214 亿元，同比增速分别为 32%、13%、16%。其中媒体广告收入分别约 31、33、36 亿元，同比增速分别为-10%、-25%、-1%；社交广告收入分别约 146、153、178 亿元，同比增速分别为 47%、27%、21%。

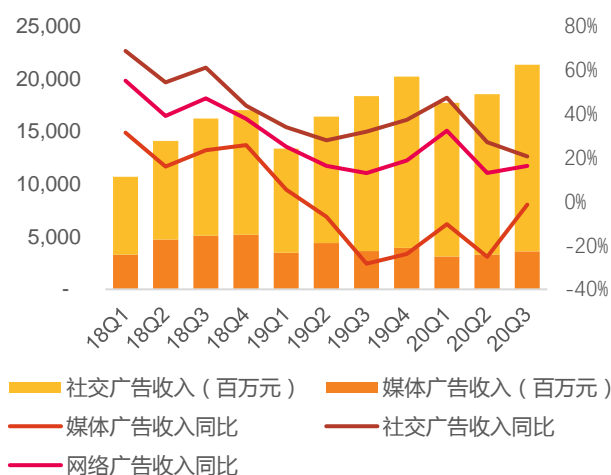
3Q2020 公司网络广告收入约 576 亿元，同比增长 20%。其中媒体广告收入约 100 亿元，同比下降 13%；社交广告收入约 476 亿元，同比增长 30%。

2020Q3 媒体广告收入降幅收窄，主要来自于腾讯视频上新吸引广告主投放。朋友圈广告和广告联盟驱动 Q3 社交广告收入继续增长，但随着基数走高，单季同比逐步放缓。

进入 2020Q4，预计公司广告业务将继续受益于：1) 视频化广告占比提升以及客户需求复苏下的 eCPM 增长；2) 广告平台整合以及投放算法升级下的广告主预算份额提升；3) 电商和教育行业广告需求旺盛，房地产等行业需求季节性回升。

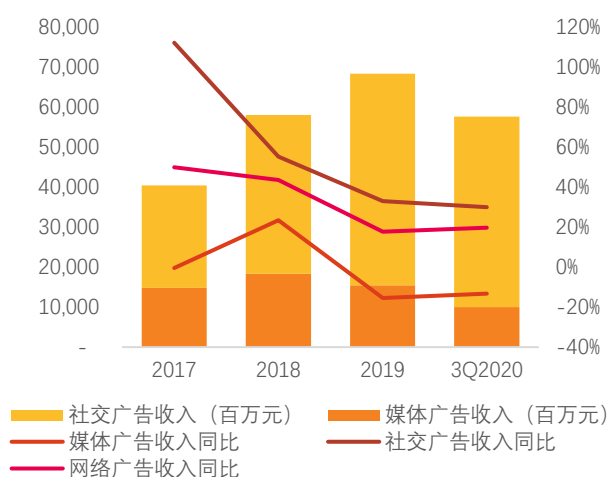
综合来看，腾讯广告业务增长路径相对清晰，短期空间主要来自于朋友圈 ad load 及 eCPM 提升趋势，中长期空间主要来自于视频号可以提供的新广告位。我们认为，视频号补齐了微信的短视频信息流生态，从内容端激活了腾讯私域流量和公域流量的联动，广告商业化变现潜力深厚，中性假设潜在收入空间在 210-473 亿元（详见第四章节）。

图 25：公司单季度网络广告收入结构及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

图 26：公司网络广告年度收入结构及同比增速

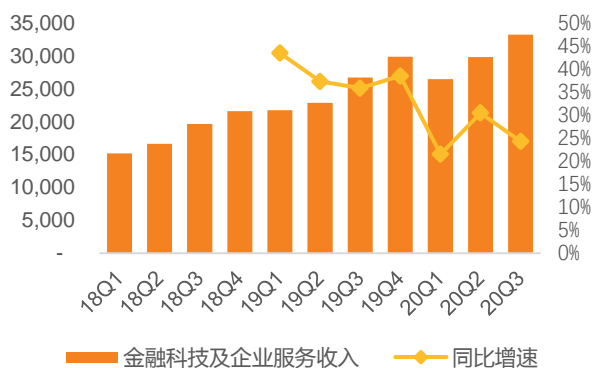


资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

金融科技及企业服务：金融科技监管趋严，商业支付伴随微信交易生态成长，云业务增长有望逐步恢复

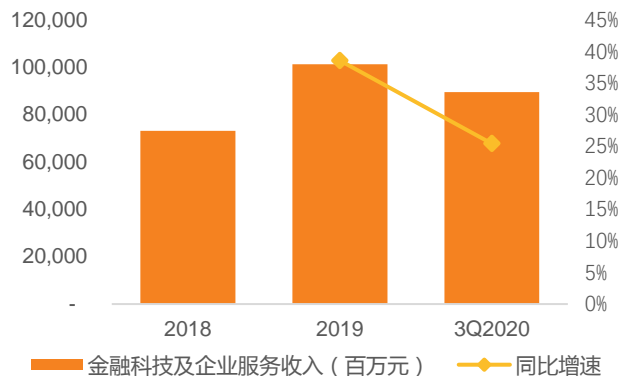
2020Q1、Q2、Q3 公司金融科技及企业服务收入分别约 265、299、333 亿元，同比增速分别为 22%、30%、24%。3Q2020 公司金融科技及企业服务收入约 896 亿元，同比增长 25%。

图 27：腾讯金融科技及企业服务单季度收入及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

图 28：腾讯金融科技及企业服务年度收入及同比增速



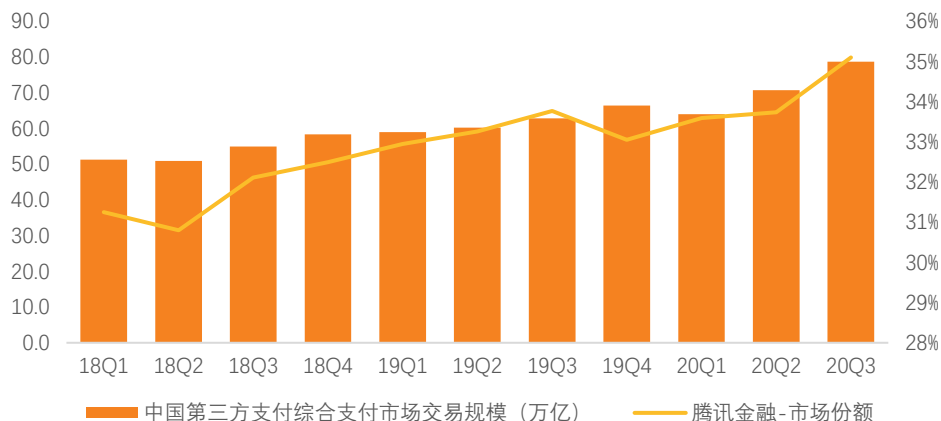
资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

金融科技业务收入基本保持匀速增长，其中商业支付和理财业务较快扩张，而社交支付及小贷业务保持温和增长。由于线下交易渗透率提升，以及小程序在杂货及服装等零售类别交易增加，2020Q3 商业支付 DAU 及每名用户交易额增长共同推动总支付金额同比增长超过 30%。2020Q3 理财平台客户同比增长超过 50%，资产保有量亦有相近增幅，但在支付客户中渗透率仍然偏低。

2020Q1、Q2、Q3 中国第三方支付综合支付季度交易规模分别约 64、71、79 万亿，环比增速分别为 -4%、+10%、+11%，疫情影响减退后，线下支付场景恢复，市场规模重回增长轨道。后续随着微信小程序电商生态搭建，我们预计线下商户渗透率进一步提升，微信商业化支付规模仍具备较大增长空间。

2020 年下半年以来，金融科技监管持续收紧，支付、理财、贷款、保险、征信等领域政策陆续出台。整体来看，预计腾讯金融业务发展将更加规范化。其中支付业务的政策影响有待观察；理财方面，根据 Wind，包括腾讯理财通在内的多家公司下架了互联网存款产品，但由于过往产品销售以货币基金、权益类基金为主，下架相关产品整体影响或偏小；预计信贷导流业务或放缓拓展、费率下调，但由于体量较小，影响相对有限。

图 29：中国第三方支付综合支付市场交易规模及腾讯市场份额



资料来源：Wind，易观千帆，天风证券研究所

注：20Q3 腾讯市场份额为估算值

表 10：2020 年下半年起，金融科技子公司细化监管条例陆续出台

领域	时间	条例	内容
整体	2020 年 9 月	《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》、《金融控股公司监督管理试行办法》	相关金融科技子公司如控股或者实际控制两个或者两个以上不同类型金融机构，需纳入相关监管范围，接受注册资本充足率约束、并定期向央行报送数据，定期报送数据，并符合并表监管细则、关联交易细则、资本充足率监管细则、以及资产负债率监管要求等相关规定。
	2021 年 3 月	《政府工作报告》	强化金融控股公司和金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行。
支付	2021 年 1 月	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	一是坚持功能监管的理念。强调同样的业务遵守相同的规则，避免监管套利和监管空白。二是坚持机构监管与业务监管相结合。按照“先证后照”原则，对支付机构实施机构监管，同时对支付机构业务经营、关联交易等实施全方位监管。三是坚持穿透式监管。加强对股东、实际控制人和最终受益人准入和变更的监管。
	2021 年 1 月	《非银行支付机构客户备付金存管办法》	一是规定备付金全额集中交存至中国人民银行或符合规定的商业银行。二是规定客户备付金的划转应当通过符合规定的清算机构办理。三是《办法》详细规定了备付金出金、入金以及自有资金划转的范围和方式，明确了支付机构间开展合规合作产生的备付金划转应当通过符合规定的清算机构办理。四是《办法》明确了中国人民银行及其分支机构、清算机构、备付金银行各方对于客户备付金的监督管理职责。五是《办法》增加备付金违规行为处罚条款。
贷款	2020 年 10 月	《商业银行法（修改建议稿）》（征求意见稿）	明确规定城商行、农商行、村镇银行等区域性商业银行应当在住所地范围内依法开展经营活动，未经批准，不得跨区域展业。
	2020 年 11 月	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	未经银保监会批准，小贷公司不得跨省级行政区开展网络小贷业务，在单笔联合贷款中，经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的出资比例不得低于 30%。
	2021 年 2 月	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	明确商业银行与合作机构共同出资发放贷款，单笔贷款中合作方的出资比例不得低于 30%。
	2021 年 3 月	《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》	明确小额贷款公司不得向大学生发放互联网消费贷款，未经监管部门批准设立的机构一律不得为大学生提供信贷服务。
理财	2020 年 11 月	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务的通知》	对通过第三方互联网平台开展的定期存款和定活两便存款业务予以规范，存量业务持有到期后自然结清，对其中商业银行、互联网平台及第三方支付机构涉及各类违法违规行为，依法采取监管措施。
	2020 年 12 月	《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》	理财子公司可以通过吸收公众存款的银行业金融机构或监管部门认可的其他机构代理销售理财产品，即明确现阶段只允许理财子公司和吸收公众存款的银行业金融机构作为代理销售机构，互联网平台和其他专业机构暂时还无法获得代销资质。
保险	2020 年 9 月	《非法商业保险活动分析及对策建议研究》	网络互助会员数量庞大，属于非持牌经营，涉众风险不容忽视。互助平台的部分前置收费模式平台形成沉淀资金，存在跑路风险，如果处理不当、管理不到位还可能引发社会风险
征信	2021 年 1 月	《征信业务管理办法（征求意见稿）》	个人征信业务需要持牌经营，并纳入征信监管。打着大数据公司、金融科技公司等旗号，未经人民银行批准擅自从事个人征信业务的行为，均属于违法行为。

资料来源：央行、银保监会，天风证券研究所整理

云服务方面，2020Q3 收入同比增速回落主要系：1) 疫情影响项目部署及新合同签订；2) 若干 IaaS 合同的非经常性调整；3) 内部游戏及短视频竞争导致相关收入减少。

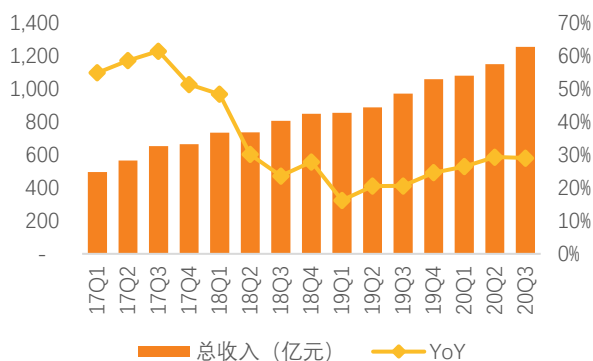
根据 2021 腾讯云启产业生态年会，腾讯产业互联网开发生态已初步形成，目前与超过 8000 家合作伙伴共建，形成 300 多项联合解决方案，为 20 多个行业的 30 万家企业客户提供服务。会中腾讯高级执行副总裁、腾讯云与智慧产业事业群（CSIG）总裁汤道生在中表示，2021 年腾讯产业生态重点方向为：1) 加快 SaaS 应用生态建设，一方面开放腾讯会议、企业微信等具有亿级用户的系统接口，另一方面与合作伙伴共建技术中台和标准，加强 SaaS 厂商间的互联互通和相互集成。2) 推进云原生与云安全生态建设。

展望未来，腾讯云传统优势的消费互联网领域需求依旧强劲，同时稳步拓展产业互联网领域，成长属性有望进一步显现。

财务分析与相对估值

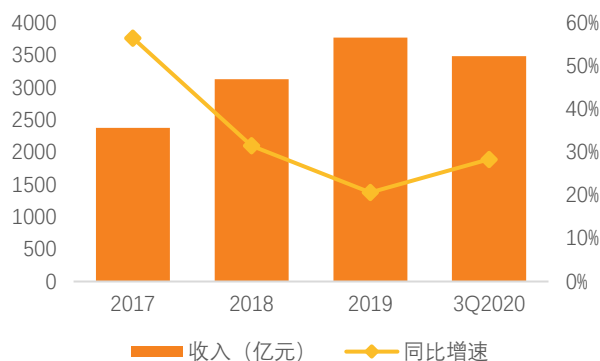
2020Q1、Q2、Q3 公司收入分别约 1081、1149、1254 亿元，同比增速分别为 26%、29%、29%。3Q2020 公司收入约 3484 亿元，同比增长 28%。

图 30：腾讯单季度收入及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

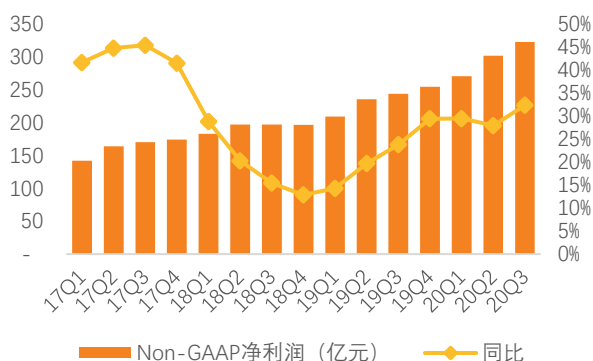
图 31：腾讯年度收入及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

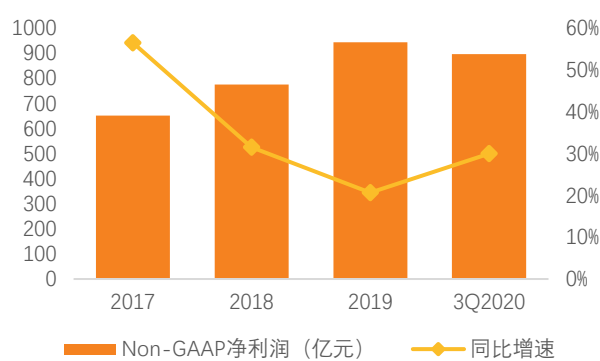
2020Q1、Q2、Q3 公司 Non-GAAP 净利润分别约 271、302、323 亿元，同比增速分别为 29%、28%、32%。3Q2020 公司 Non-GAAP 净利润约 944 亿元，同比增长 30%。

图 32：腾讯单季度 Non-GAAP 净利润及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

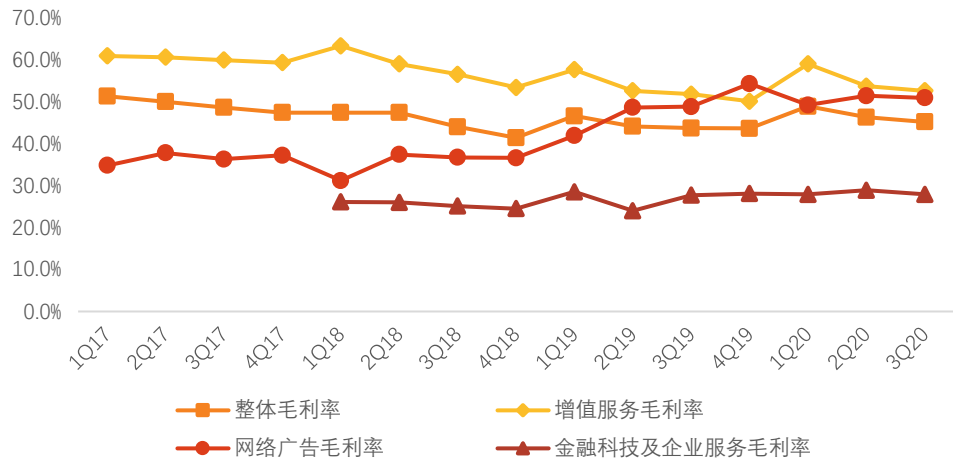
图 33：腾讯年度 Non-GAAP 净利润及同比增速



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

2020Q1、Q2、Q3 公司毛利率分别为 48.9%、46.3%、45.2%。其中增值服务毛利率分别为 59%、53.7%、52.6%；网络广告毛利率分别为 49.2%、51.4%、50.9%；金融科技及企业服务毛利率分别为 27.9%、28.9%、27.9%。

图 34：公司整体毛利率及各业务板块毛利率



资料来源：腾讯财报，天风证券研究所

视频社会化趋势下，视频号是腾讯巩固加强互联网最为重要的“流量生态”的核心一环，意义极其重要，也是 2021 年腾讯的核心看点。若视频号深度商业化开启，广告和电商的收入空间逐步打开，将有望成为新的增长引擎。

截止 2021 年 3 月 21 日，彭博一致预测腾讯 2020-2023 年收入分别为 4810、5955、7135、8551 亿元，一致预测调整后净利润约 1235、1596、1927、2438 亿元。2020 年 3 月 19 日收盘价对应 2020-2023 年预测 PE 分别为 41/32/26/21 倍。

表 11：相对估值表

行业	公司名称	市值 (百万港元/ 百万美元)	彭博一致预测 PS			彭博一致预测 PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	腾讯	6,025,361	8	7	6	32	26	21
端游	动视暴雪	70,107	8	7	7	25	21	19
	艺电	36,931	6	6	5	23	21	19
手游	网易	72,699	5	5	4	26	22	19
在线视频	爱奇艺	21,765	4	4	3			
社交广告	Facebook	826,138	8	6	5	24	20	19
	推特	52,862	11	9	8	71	52	39
	微博	11,839	6	5	5	20	17	15
媒体广告	百度	86,224	4	4	3	24	20	17
金融支付	Paypal	282,581	11	9	7	52	42	33
云服务	金山软件	10,852	7	4	3			
	亚马逊	1,548,441	3	3	2	45	34	24

资料来源：彭博，天风证券研究所，股价截止时间 2021 年 3 月 19 日，汇率取 2021 年 3 月 19 日 HKD/CNY 中间价 0.83826，USD/CNY 中间价 6.5098

风险提示

1) 宏观经济运行情况影响全社会广告需要以及线下消费规模；2) 视频号内容生态建设速度慢，竞争对手分流微信生态用户时长；3) 视频号商业化进度不及预期；4) 本文对于广告和电商收入空间的测算具有一定主观性，与实际值可能存在差距；5) 新手游上线慢于预期，用户增长和 ARPPU 不及预期；6) 中国金融监管政策进一步趋严，公司金融业务拓展放缓。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com