

## 公司研究

## 视频号的入局，平平无奇还是弯道超车？

——腾讯控股（0700.HK）视频号系列报告之一

## 要点

**短视频跃居互联网第一大“时间杀手”，微信视频号能否后来居上？** 腾讯亟需采取有效防御性战略应对短视频崛起，视频号入局一年半，短视频赛道由抖快（抖音、快手）“两强争雄”变为“三足鼎立”。我们认为，视频号善于学习已被抖快证明成功的策略，降低了“摸着石头过河”的试错成本，通过流量端优势以及产品小步快跑的快速进化，内容生态日渐繁荣，将形成后发优势。

**微信生态体系是视频号叫板抖快的最大底气。** 微信社交链为视频号带来流量来源、用户留存、用户转化、私域挖掘四大优势，助力视频号高速增长。视频号反哺微信，推动微信的公域属性更进一步，使微信向更广义的内容平台进化。视频号逐渐成为微信商业生态内流量的“集散中心”。

**视频号生态逐渐完善，开启流量“正向循环”。** 消费端：视频号以微信庞大的社交网络为基础，以社交扩散途径为核心，实现最大化长尾流量的导入。生产端：微信公众号博主、MCN 机构等创作者来源持续迁移入驻，推动内容生产的“飞轮效应”形成，完成 UGC 内容的原始积累。消费和生产两端共同促进视频号流量的正向循环引擎启动，内容体量迅速增长，内容生态高度活跃。21 年春节期间视频号已突破 4 亿 DAU，我们预计视频号用户空间至少达到 7 亿 DAU。

**视频号独特的“双螺旋推荐机制”实现社交裂变与算法分发互补，去中心化的视频号生态，有助于打破其他短视频产品算法推荐所构筑的信息茧房。** 视频号的社交分发逻辑有利于私域流量在独有垂直领域变现，同时有望打通中视频领域，形成视频一站式消费。视频号算法推荐相比抖快独有的优势，在于借助微信海量信息建立标签，提高算法推荐准确度，算法更加多元化。由于算法分发的效率优势，未来视频号的个性化算法推荐占比仍将不断攀升，目前已超过社交推荐部分。

**投资建议、估值与评级：**我们认为视频号丰富完善了微信内容生态，打造了微信公私域流量内循环。但由于国内反垄断监管趋严，游戏业务基数较大导致增长不及预期等原因，我们下调公司 21-23 年 non-IFRS 归母净利润预测至 1,367.9/1,727.4/2,073.8 亿元（与上次预测-11%/-7%/-7%），现价对应 29x/23x/19x PE。各业务的相对估值倍数为网络游戏/数字内容/网络广告的 22x/31.5x/20x PE，金融科技/云服务的 11x/10x PS，下调目标价至 715 港元（其中网络游戏/数字内容/网络广告/金融科技/云服务/投资分别贡献 234/69/79/173/57/104 港元）。我们认为短期内腾讯盈利增速会下滑，但视频号对腾讯各类业务的积极影响将长期继续保持，维持“买入”评级。

**风险提示：**竞争加剧风险、数据隐私风险、版权风险、互联网监管风险

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿人民币元）	3,773	4,821	5,780	6,915	8,152
营业收入增长率	21%	28%	20%	20%	18%
Non-IFRS 净利润（亿人民币元）	943.5	1,227.4	1,367.9	1,727.4	2,073.8
净利润增长率	22%	30%	11%	26%	20%
EPS（元）	9.77	12.66	14.06	17.72	21.23
P/E	42	32	29	23	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-10；汇率：按 1HKD=0.8326CNY 换算

## 买入（维持）

当前价/目标价：486.2/715.0 港元

## 作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

联系人：王凯

wangkai8@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	96.00
总市值(亿港元)	46,674.97
一年最低/最高(港元)	439.0-764.4
近 3 月换手率	19.2%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.0	-11.7	-16.0
绝对	-9.7	-18.7	-7.6

资料来源：Wind

## 相关研报

腾讯控股 (0700.HK)：2021 年一季报点评，手游业务收入符合预期，金融与云持续高速增长 (2021-05-22)

腾讯控股 (0700.HK)：2020 年报点评，手游业务延续高增长，金融与云成为增长新引擎 (2021-03-25)

市场监管总局对腾讯系公司处罚及审查后续影响持续观察——腾讯控股 (0700.HK) 跟踪报告 (2020-12-15)



### 每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享 3+最新重磅报告;
- 2、每日分享技能地图 2+技能地图
- 3、每周分享读书笔记

行研报告均为公开版，权利归原作者所有，分发只做内部学习。

扫一扫下方二维码或者直接微信搜索【huobancom】添加客服进群



企业数字化转型，提升工作效率，访问伙伴云官网：[www.huoban.com](http://www.huoban.com) 获取解决方案

## 投资聚焦

### 关键假设

我们预测视频号未来的最终用户空间将在 7 亿 DAU 以上。视频号内嵌于微信生态中，用户画像接近全民级，在完成“银发人群”的覆盖后，各年龄段渗透率将更为平均。参考已较为成熟的抖音、快手各年龄段渗透率，我们假设未来商业化闭环全面打通、内容生态充实完善后，视频号在 15 岁以下、16-25 岁、26-35 岁、36-45 岁、46 岁以上移动互联网网民的活跃渗透率分别为 55%、65%、65%、60%、55%。根据 Questmobile，3M21 移动互联网用户共 11.62 亿，我们假设未来能达到 12 亿，从而测算得出视频号的用户空间将在 7.1 亿 DAU。

### 我们区别于市场的观点

1) 我们从用户、内容、创作者、产品、运营、分发逻辑六个层面仔细拆解视频号对短视频先行者抖快的借鉴及独创玩法的开发，明确提出视频号“后发先至”的三大关键：“流量、留存、转化、私域”——视频号增长的四大助力；流量“正向循环”引擎的启动——视频号立足的生命线；独有“双螺旋推荐机制”——视频号与抖快竞争的法宝。

2) 不同于市场对视频号在“银发人群”空间的定性猜测，我们深入分析抖音、快手与视频号的用户画像差异，通过测算得到 46 岁以上网民尚有 3.5 亿未被抖音、快手覆盖，内嵌于全民级 app 的微信的视频号大有可为。

3) 通过查阅相关文献，我们认为视频号算法推荐相比抖快具备独特优势，一方面借助微信海量信息建立类型更丰富的用户标签；另一方面，相比于大多数关注排序模块提升的传统模型，视频号最新算法通过提升初筛视频的多样性，得到相比抖快更多样化的推荐序列。

### 股价上涨的催化因素

1) 随着监管趋严、互联网行业进入反垄断周期，市场担心腾讯遭遇反垄断相关调查，若相应处罚落地则会有效降低公司基本面的不确定性，有望带来股价上涨的催化剂；2) 视频号广告业务将深度融入“商业服务中台”，给予腾讯广告业务新的增量空间；视频号全面打通小程序、小商店，电商 GMV 的增长推动微信商业化；新游戏上线后有望驱动业绩超预期，带来股价上涨催化剂。

### 估值与目标价

我们选用 SOTP 估值法对公司估值分析结果，其中，网络游戏/数字内容/网络广告使用 PE 估值法进行估值，金融科技/云服务使用 PS 估值法进行估值。各业务的相对估值倍数为网络游戏/数字内容/网络广告的 22x/31.5x/20x PE，金融科技/云服务的 11x/10x PS。腾讯 SOTP 估值市值总额为 68,680 亿港元，目标股价 715 港元。我们维持腾讯“买入”评级，目标价为 715 港元。

# 目 录

<b>1、短视频跃居互联网第一大“时间杀手”，微信视频号能否后来居上？</b>	<b>6</b>
1.1、抖快持续抢夺用户时长，视频号强势入局	6
1.2、为什么腾讯的微视“起了大早却赶了个晚集”？	7
1.3、“后发制人”的视频号将是腾讯在短视频领域的王牌	9
<b>2、“流量、留存、转化、私域”，四大优势助力高速增长</b>	<b>10</b>
2.1、基于微信社交关系链，四大优势高效增长	10
2.2、打通公私域，视频号逐渐成为微信生态内的“流量集散中心”	11
<b>3、视频号生态逐渐完善，开启流量“正向循环”</b>	<b>12</b>
3.1、用户端：基于微信庞大社交网络，最大化截取长尾流量	13
3.1.1、社交分发逻辑与微信生态加持，站内站外流量充足	13
3.1.2、覆盖抖快之外增量人群，“银发人群”是潜在增长点	14
3.2、内容端：生态逐渐丰富且未头部化，调性与抖快不同	16
3.2.1、内容体量快速增长，同时头部格局未定，仍存在较大成长空间	16
3.2.2、内容调性与抖快不同，满足用户差异化需求	19
3.3、创作者端：内容生产的“飞轮效应”已形成	19
<b>4、视频号相比抖音和快手的同与异</b>	<b>21</b>
4.1、产品端：视频号快速迭代，逐渐与抖快趋同	21
4.1.1、分发命中率提高，全面改为大屏沉浸式信息流	21
4.1.2、打通直播商业闭环，预约式直播独具优势	22
4.2、运营端：向抖快看齐，从产品创新推动转向运营推动	23
4.3、独有“双螺旋推荐机制”，社交裂变与算法分发互补	24
4.3.1、社交分发逻辑拓展独有垂直领域，形成短中长视频全覆盖	25
4.3.2、视频号算法准确度高、多样性佳，算法分发重要性攀升	26
<b>5、盈利预测</b>	<b>27</b>
<b>6、估值水平与投资评级</b>	<b>29</b>
6.1、相对估值	29
6.2、绝对估值	31
6.3、投资建议：维持“买入”评级	32
<b>7、风险分析</b>	<b>33</b>

## 图目录

图 1: 网络视频用户数及渗透率变动 (单位: 亿人, %)	6
图 2: 短视频行业月活跃用户规模及变动 (单位: 亿人次, %)	6
图 3: 1Q20、1Q21 短视频使用时长占比反超即时通讯登顶	6
图 4: 9M19、9M20 头条系、快手系 app 持续抢夺用户时长	6
图 5: 2020 年短视频平台 DAU 对比 (单位: 亿)	7
图 6: 6M20 短视频典型平台运营情况	7
图 7: 3Q20 用户流量价值 (亿元) 和渗透率	7
图 8: 微视、快手、抖音发展历程对比	8
图 9: 微信发展历程	10
图 10: 基于微信社交关系链, 四大优势高效增长	11
图 11: 视频号打通微信公域和私域流量	11
图 12: 微信商业生态及变现路径示意	12
图 13: 视频号的正向循环引擎	12
图 14: 视频号平台画布	13
图 15: 视频号的流量来源	13
图 16: 视频号站外流量来源——微信生态四大流量场景全面为视频号导流	14
图 17: 短视频月活跃用户规模及增速 (单位: 亿人次, %)	15
图 18: 视频号与抖音、快手用户重合度图示	15
图 19: 4M21 视频号个人运营者城市线分布	15
图 20: 21.7.1-21.7.11 抖快未覆盖网民人群城市线分布	15
图 21: 2020 年 5 月银发人群活跃渗透率 TOP10APP	16
图 22: 21.7.1-21.7.11 抖快未覆盖网民人群年龄结构	16
图 23: 4M-6M21 TOP500 视频号发布视频总数 (单位: 万个)	17
图 24: 21 年 5 月 TOP10 视频号点赞总数、评论总数占比	17
图 25: 5M21 抖音、快手、视频号 TOP10 账号月点赞总数占比	17
图 26: 12M20-5M21 TOP500 视频号赞评比对比	17
图 27: 视频号更替率	18
图 28: 500 强视频号月均发布作品数上升 (单位: 条)	20
图 29: 蓝 V 账号 (企业机构认证) 占比提升	20
图 30: 视频号机构管理平台 Beta 测试创建机构账号页面	20
图 31: “秒剪”功能界面图示	20
图 32: 视频号发展历程	21
图 33: 影响视频号命中率的主要因素	22
图 34: 视频号朋友 tab 信息流从半屏改为全屏	22
图 35: 商品橱窗添加入口图示	23
图 36: 视频号直播打通公众号图示	23
图 37: 视频号加大运营人员招聘	24
图 38: 视频号站内流量分发逻辑——以社交推荐为核心的四大分发场景	24
图 39: 2021 年 7 月视频号不同 tab 视频平均时长 (单位: 秒)	26

图 40: 1M21-5M21 10W+赞爆款中, 60 秒以上中视频占比最高 .....	26
图 41: 视频号关注+朋友 tab 与推荐 tab 流量占比 .....	26
图 42: 视频号标签界面 .....	27
图 43: 视频号算法与抖音算法对比 .....	27

## 表目录

表 1: 视频号与微视对比.....	9
表 2: TOP10 视频号 21 年 4、5 月更替情况.....	18
表 3: 财经、健康、时尚垂类 21 年 4、5 月入榜及更替情况.....	18
表 4: 情感、生活、影视垂类 21 年 4、5 月作品数据情况 (单位: 万) .....	19
表 5: 21/01 视频号 500 强 TOP3 类别 VS 3Q20 抖音涨粉 TOP1000 KOL 所属垂类 TOP3 .....	19
表 6: 视频号与抖音、快手动态界面交互模式对比 .....	22
表 7: 视频号与抖音、快手推荐逻辑对比.....	25
表 8: 腾讯控股盈利预测 (单位: 百万元) .....	28
表 9: 腾讯网络游戏业务 PE 估值 .....	29
表 10: 腾讯数字内容业务 PE 估值 .....	30
表 11: 腾讯网络广告业务 PE 估值.....	30
表 12: 腾讯金融科技业务 PS 估值.....	30
表 13: 腾讯云服务业务 PS 估值 .....	31
表 14: SOTP 估值表 .....	31
表 15: 绝对估值核心假设表 .....	32
表 16: 现金流折现及估值表 .....	32
表 17: 敏感性分析表 .....	32
表 18: 公司盈利预测与估值简表.....	33

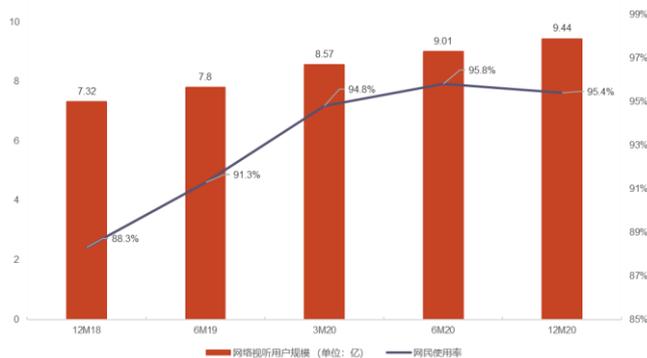
# 1、短视频跃居互联网第一大“时间杀手”，微信视频号能否后来居上？

## 1.1、抖快持续抢夺用户时长，视频号强势入局

视频将成为互联网内容的主流承载形式，视频化表达是内容领域下一个十年的主题。截至 2020 年 12 月，我国网络视频用户数达 9.44 亿人，在整体网民中的渗透率从 2018 年的 88% 上升至 95.4%，网络视频已经成为全民化的内容消费载体，成为互联网信息和内容的主流连接器。根据 2021 年微信公开课，相较 2015 年，2020 年末微信聊天中视频数量上升 33 倍，朋友圈发布的视频数量上升 10 倍，个人表达的视频化已经成为行业趋势。

短视频行业渗透率达 75%，超越即时通讯成为移动互联网第一大“时间杀手”。2020 年 9 月短视频行业 MAU 达 8.59 亿，渗透率达 74.5%。根据 Questmobile，2020 年 6 月，典型细分行业人均单日使用时长 TOP3 分别为短视频 110 分钟，即时通讯 101 分钟，综合视频 96 分钟，短视频超越即时通讯。

图 1：网络视频用户数及渗透率变动（单位：亿人，%）



资料来源：CNSA《2021 中国网络视听发展研究报告》，光大证券研究所

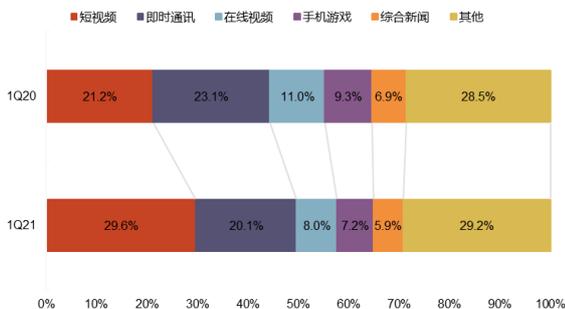
图 2：短视频行业月活跃用户规模及变动（单位：亿人次，%）



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

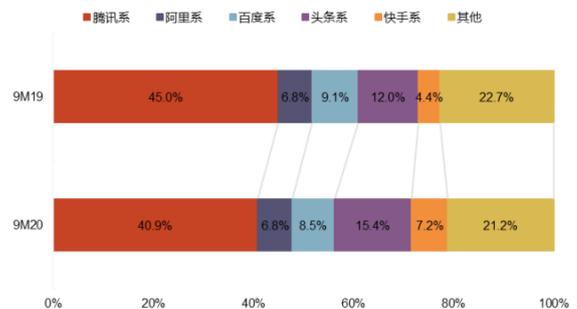
短视频持续蚕食即时通讯时长份额，腾讯亟需采取有效防御性战略应对短视频崛起。1) 短视频使用时长已对即时通讯完成反超。根据 Aurora Mobile，短视频 app 时长占比已从 2020Q1 的 21.2% 增长至 2021Q1 的 29.6%，而即时通讯 app 时长占比则从 23.1% 缩减至 20.1%；2) 抖音、快手系持续抢夺用户时长。头条系、快手系用户时长占比从 2019 年 9 月的 12.0%、4.4% 增长至 2020 年 9 月的 15.4%、7.2%，而腾讯系的用户时长缩减 4.1pct 至 40.9%。

图 3：1Q20、1Q21 短视频使用时长占比反超即时通讯登顶



资料来源：Aurora Mobile，光大证券研究所

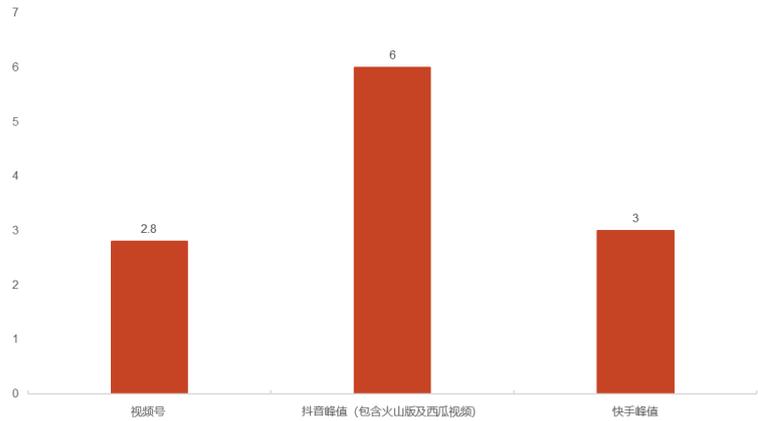
图 4：9M19、9M20 头条系、快手系 app 持续抢夺用户时长



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所，注：各派系选取旗下 MAU>=1 万的 APP，占比=APP 合计时长/移动互联网活跃用户总时长

视频号迅速入局，短视频赛道由抖快“两强争雄”变为“三足鼎立”。微信于2020年1月正式推出视频号，依托微信的庞大流量，视频号快速成为新晋入局者。2020年末视频号DAU已达2.8亿，同年抖音(含抖音火山版及西瓜视频等)、快手的DAU峰值分别为6亿和3亿，视频号用户规模已足以与抖快争雄。作为目前为止微信生态里最后一块拼图，视频号所承载的重量是无可比拟的。与微视不同，视频号无论从上线时间点、产品形态，还是商业模式都更为成熟。

图 5：2020 年短视频平台 DAU 对比（单位：亿）

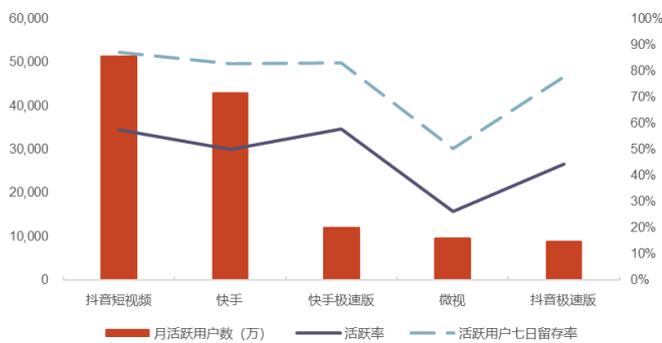


资料来源：视灯，光大证券研究所

## 1.2、为什么腾讯的微视“起了大早却赶了个晚集”？

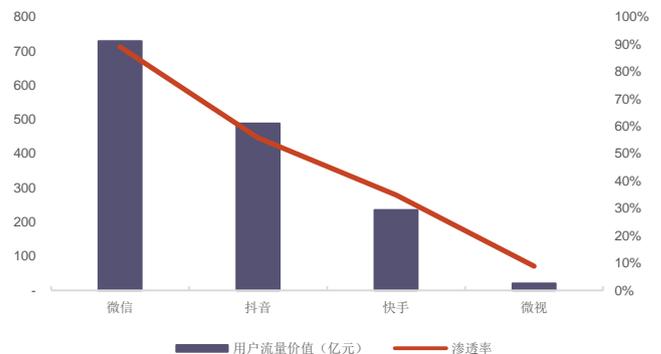
微视作为腾讯发力短视频赛道的早期产品，其在短视频领域的竞争逐步落后。2020年6月，微视的活跃率(DAU/MAU)为26.4%，远小于抖音的57.5%和快手的50%。同年9月，微视用户流量价值20.7亿元，远低于抖音的487.7亿元和快手的235.4亿元；微视的渗透率8.9%，远低于抖音的55.8%和快手的34.9%。

图 6：6M20 短视频典型平台运营情况



资料来源：Questmobile，光大证券研究所

图 7：3Q20 用户流量价值（亿元）和渗透率



资料来源：极光《2020年Q3移动互联网行业数据研究报告》，光大证券研究所

回顾微视的发展历程，经过 8 年发展时间，微视却已大幅落后于抖音、快手。2013 年 9 月腾讯已上线短视频分享应用微视，这一起步时间早于抖音上线三年。2014 年微视的 DAU 就高达 4500 万；然而 2015 年 3 月，腾讯战略放弃微视；2016 年抖音上线，在抖音快手发展的黄金期，2017 年 4 月微视停止全部服务。

图 8：微视、快手、抖音发展历程对比



资料来源：光大证券研究所根据网站“人人都是产品经理”文章《短视频行业竞品分析：抖音 VS 快手 VS 微视》等资料整理

复盘微视的发展历程，我们认为微视并未取得显著成效的主要原因是：1) 产品端：微视核心功能与抖音类似，而差异化的特色功能未发挥出优势，用户迁移动力不足。2) 流量端：独立 App 接收流量输入有限；细分受众不明确导致缺少早期优质种子用户。3) 运营端：创作者未能从达人补贴计划中获得可观收入；综艺、明星粉丝留存率不高。4) 内容端：UGC 创作意愿不高导致内容生产原创性不足，进而无法吸引到新用户，陷入“缺乏优质内容——难以留存用户——内容产出不足”的被动循环。

相较之下，2020 年 2 月内测的视频号具备了差异化，有望成为腾讯在短视频领域的王牌。1) 产品端：视频号默认为“朋友点赞”tab，发挥独有社交吸引力；2) 流量端：流量入口与朋友圈同级，背靠微信 12 亿 DAU 用户池，输入充足；3) 运营端：前期不介入运营，依靠微信熟人关系链自发互动带来快速增长；4) 内容端：社交推荐使视频号得以立足，为算法推荐积累足够丰富的内容，开启正向循环。

表 1: 视频号与微信对比

类别	微信	视频号
产品端	<p>微视核心功能与抖音过于相似，用户不具备迁移至微视的动机。微视的视频号默认入口为“朋友点赞”tab，发挥独有的社交吸引力。用户基于社产品 UI、观看、点赞、评论等基础交互都与抖音如出一辙，然而交互 交形象建立、社交关系维持，需要观看“朋友点赞”的视频，避免错过圈内细节设计不及产品已成熟的抖音，用户容易放弃微视回到抖音</p> <p>微视差异化的特色功能发挥不出优势。1) 泡泡贴弹幕、万花筒弹幕功能容易使用户分心，短视频时长短、信息密集，不需要第二重信息源；2) 互动视频功能需要用户选择分支和回看，削弱了短视频短平快的优允许暂停视频点击好友看不到点赞人的“私密赞”；3) 用户可设定两种身势，创意也不够丰富；3) 跟拍功能允许用户拍摄过程中小窗查看原视频：微信账号身份和视频号身份，评论视频时可选取不同身份评论视频，但可模仿的下沉 UGC 内容较少，功能便捷性无法体现</p>	<p>视频号是寄身于微信的功能性产品，与朋友圈平级的流量入口，背靠微信 12 亿 DAU 用户池，与公众号、小程序直播、小商店、朋友圈等场景打通，能够实现内容引流到变现的完整闭环，从而实现活跃用户数和用户时长的双增长</p> <p>视频号发展初期借助微信关系链引流，迅速带来了大量的早期用户增长和时</p>
流量端	<p>微视 App 独立于微信/QQ，获得腾讯系的社交用户量与流量输入有限。微视 App 需要进行专门下载，用户操作成本相对较大，这一链路上流失了大量潜在用户，微视能够承接的腾讯系用户大打折扣</p> <p>微视缺乏明确的细分受众和切入点，优质种子用户不足。抖音早期定位“年轻人的音乐短视频社区”，吸引了大量追求潮酷的年轻用户。微视在用户群体增长前风格和内容就已泛化，缺少独有的种子用户</p>	<p>视频号运营重点在于如何让创作者产生更好的内容，把握正确的运营方向。视频号运营重点在于如何让创作者产生更好的内容，把握正确的运营方向。视频号运营重点在于如何让创作者产生更好的内容，把握正确的运营方向。视频号运营重点在于如何让创作者产生更好的内容，把握正确的运营方向。</p>
运营端	<p>腾讯倾斜全平台资源，热门综艺助推，邀请明星入驻，从而获取粉丝流。但用户留存提升不佳，因为被偶像综艺或是明星动态吸引而来的用微视十周年公开课上表示，视频号相比于官方出面购买内容、聘请明星入驻，户很大程度上与推荐页内容风格的受众用户并不相符。此外，明星的短更愿意搭建一个健康运转的生态。对于视频号，建立良好的系统和规则会比视频内容数量较少，对于激发 UGC 创作作用不大</p> <p>微视采用强 PGC 导向的运营策略，发布 30 亿达人补贴计划，但受吸引的主要是赚取补贴的 MCN 机构，UGC 创作者热情未被激发。补贴计划发布一个月后，达人“讨薪”事件发生，微视补贴规则制定模糊，变更频繁，微视运营的失误使其失去部分创作者信任</p>	<p>视频号运营重点在于如何让创作者产生更好的内容，把握正确的运营方向。视频号运营重点在于如何让创作者产生更好的内容，把握正确的运营方向。视频号运营重点在于如何让创作者产生更好的内容，把握正确的运营方向。视频号运营重点在于如何让创作者产生更好的内容，把握正确的运营方向。</p>
内容端	<p>微视视频以搞笑片段以及电视节目、影视花絮剪辑居多，不具备抖音大量“挑战”视频的可模仿可跟随性，UGC 创作意愿不高</p> <p>微视推荐页的视频，几乎都是由专门创作短视频内容的作者以及 MCN 机构通过企鹅号输送至平台。企鹅号的短视频会被分发至多个平台，让微视的内容失去了社区的独特调性，给用户的观感就只是一个内容分发出口，无法形成社区文化</p>	<p>社交推荐使视频号得以立足，为算法推荐积累足够丰富的内容，开启正向循环。1) 视频号已全面改版大屏沉浸式信息流，说明视频号团队对自己的内容丰富度已有足够自信，能精准推荐到用户感兴趣的视频；2) 根据视灯数据，视频号截至 2020 年底已涌现三千余万视频号，孵化百万评论大号，已成为内容生产者不可忽视的阵地</p>
战略	<p>2015 年，腾讯战略放弃初版微视。为集中资源应对优酷、爱奇艺等长短视频平台快速发展，将微视产品部并入腾讯视频，错过 2016 年-17 年短视频高速增长黄金时期</p>	<p>微视十周年公开课上张小龙用近半篇幅阐述“视频号是未来”的理念，腾讯已认识到视频化表达的重要性，视频号将补足微信生态短内容的缺位</p>

资料来源：网站“人人都是产品经理”文章《微视 vs 抖音，为何腾讯未能实现后发先至》，视灯，光大证券研究所

### 1.3、“后发制人”的视频号将是腾讯在短视频领域的王牌

为什么我们认为微信视频号将后来居上？视频号善于学习已被抖快证明成功的策略，已形成后发优势。短视频产品经过近年快速迭代、进化，其产品策略有鲜明的发展规律。视频号借鉴成熟的发展规律，降低了“摸着石头过河”的试错成本。产品不断试错、迭代、快速进化，直播打赏、广告、电商的商业化进程加快。同时，视频号不仅在流量端具备很强的壁垒，内容方面也形成了差异化消费价值。

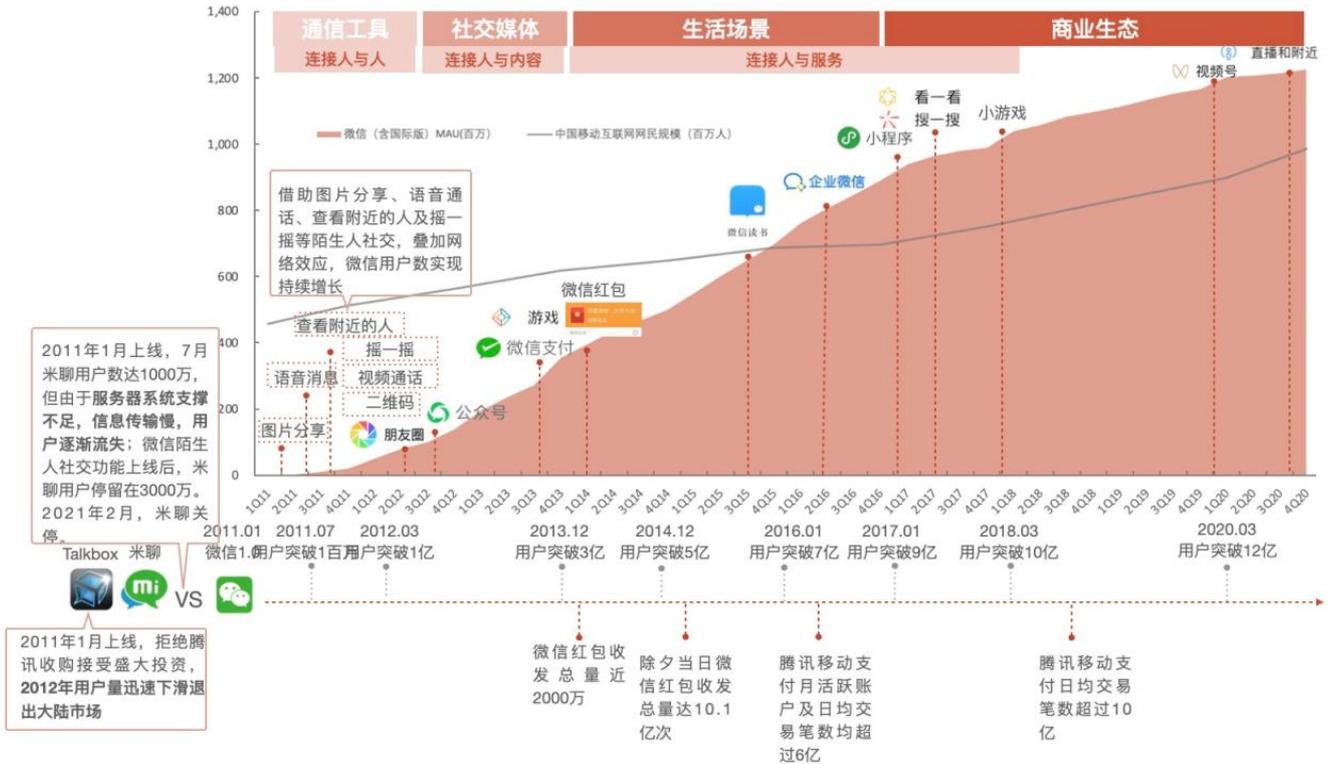
复盘微信产品迭代过程，我们发现“借鉴先行者的成功经验——依靠微信 12 亿用户群体，全面的微信生态加入赛道——开发独创的玩法后来居上”，这一模式已是腾讯多次完成“后发制人”的法宝。

后发制人，依托陌生人社交，微信战胜米聊。2010 年 11 月微信立项时，已比小米的“米聊”迟了 1 个月，在 1.0-2.0 的版本，微信主要在追赶雷军团队。2011 年 5 月，微信增加语音聊天功能，用户猛然井喷，日增数从一两万提高到五六万；同期米聊的服务器一天内宕机五次，部分用户转移至微信。随着“摇一摇”“漂流瓶”“附近的人”等陌生人社交功能相继上线，微信迎来用户数的高速增长，用户日启动量超过了 1 亿次。2011 年 7 月，微信日新增用户数超过 10 万，腾讯开始用 QQ 导流帮助微信大规模开疆辟土，彻底战胜了米聊。

“偷袭珍珠港”，微信支付一夜间崛起与支付宝分庭抗礼。微信的策略有：1) 借助支付宝对用户线上支付习惯的教育，借鉴支付宝与银行达成的“快捷支付”合作模式和产品形态；2) 在账号安全上和支付便捷体验上做出创新，如微信客

户端的安全设备保护、微信内网上安全保护标识等；3) 2014 年春节，微信祭出“大杀器”微信红包。春晚过后，微信支付完成了从 400 万用户到 1 亿用户的增长，而支付宝积累一亿用户用了 8 年，微信红包的崛起，被马云称为“偷袭珍珠港”。

图 9：微信发展历程



资料来源：CNNIC，腾讯官网，吴晓波《腾讯传》，光大证券研究所整理

## 2、“流量、留存、转化、私域”，四大优势助力高速增长

作为中国移动互联网最大的流量入口，微信拥有海量低成本流量，这成为视频号的核心竞争优势之一。基于庞大的用户行为数据，视频号能够持续训练、优化推荐系统，释放社交网络、内容生态、商业闭环上的优势，打出和抖快差异化竞争的“组合拳”。叠加微信小程序、小商店的商业链路，视频号已具备完整的变现闭环，内容生态日渐繁荣。

### 2.1、基于微信社交关系链，四大优势高效增长

视频号内嵌于微信生态体系中，流量来源、用户留存、用户转化、私域挖掘的社交体系优势明显。1) 微信 12 亿 DAU 量级的用户量为视频号带来很高的天花板，视频号 DAU 未来可达 6-7 亿，长远有望触及 8-9 亿量级；微信在个人名片里及“发现”页面的朋友圈一栏正下方直接添加视频号入口，导流的战略意义明显。2) 微信浮窗功能永远在线，快速便捷随取随放，无需跳转，用户留存率更高。3) 视频号与微信原生产品彼此打通，体系统一，形成商业化变现良性循环，转化更高效。4) 用户通过更立体的方式，如朋友圈广告、公众号广告，引流到私域，进一步探索直播电商、打赏、会员、知识付费等私域变现途径。

图 10: 基于微信社交关系链, 四大优势高效增长



流量	基于微信社交关系链, 不干预流量上限, 提供好友、公众号、社群、朋友圈、搜一搜等多种免费流量资源为视频号引流, 高增长裂变快
留存	浮窗功能永远在线, 可边看直播边玩手机 [微信内、小程序、安卓手机桌面], 用户流失率更低
转化	视频号+社群+公众号+小商店+小程序生态, 统一的账号体系+成熟的交易闭环+强大的社交信任基础, 转化更高效
私域	开放多种私域引流方式, 以及私域沉淀后的运营工具及玩法

资料来源: 腾讯广告, 光大证券研究所

## 2.2、打通公私域, 视频号逐渐成为微信生态内的“流量集散中心”

视频号使得微信的公域属性更进一步, 推动微信成为更广义的内容平台。与 Facebook 的成长逻辑相似, 强社交平台需要增强公域媒体属性才能丰富平台的内容生态, 打开产品的商业化天花板。2019 年微信新增“看一看”功能, 通过社交+算法推荐的模式为原先基于订阅的公众号内容导入公域流量。视频号的逻辑与此类似, 此前微信已经推出“视频动态”鼓励用户进行短视频创作, 但“视频动态”仍基于好友关系, 未取得较大反响。此次推出视频号, 微信希望引入媒体账号和专业个人账号 (PUGC) 来增强其公域属性, 推动微信成为一个更广义的内容平台。

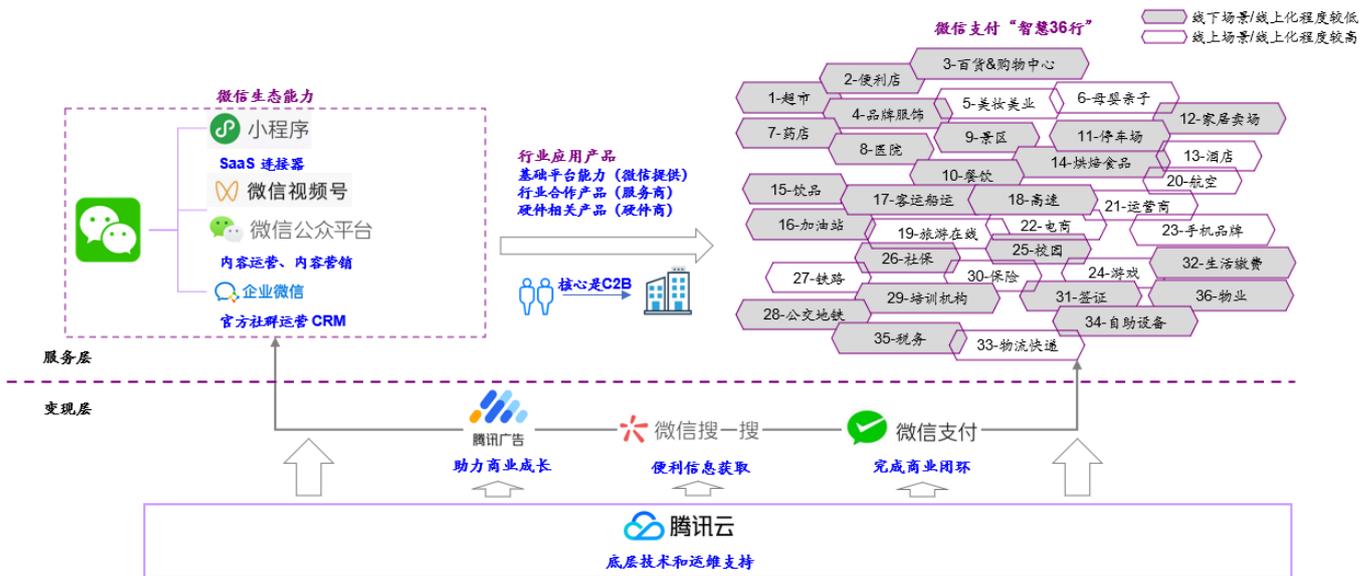
图 11: 视频号打通微信公域和私域流量



资料来源: 微信, 光大证券研究所

视频号逐渐成为微信内流量的“集散中心”。视频号和微信生态内的其他板块流量打通, 视频号下方的超链接, 除了可以链接到公众号的文章以及微信小商店之外, 也能够支持链接到各种小程序, 企业微信, 微信支付的卡券、商家卡片等。视频号成为微信内流量的“集散中心”, 承接来自其他板块的流量, 同时作为触点, 将流量导向其他服务场景, 助力后者获得增量用户。

图 12：微信商业生态及变现路径示意



资料来源：光大证券研究所整理

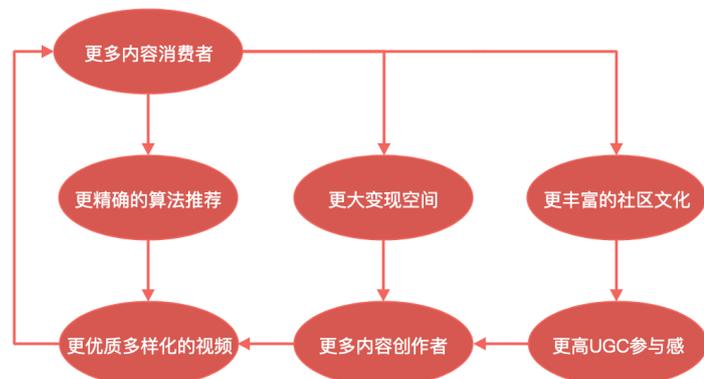
### 3、视频号生态逐渐完善，开启流量“正向循环”

视频号内容生态的正向循环引擎已启动，生产端与消费端的多重激励措施下，吸引了越来越多的优秀创作者，完成 UGC 内容的原始积累。独有的社交推荐冷启动，提高了用户留存度与互动，商业化加速给优质创作者带来更多的变现机会。

1) 生产端：内容生态的发展核心驱动力是积累优质内容创作者，公众号创作者的自然迁移是视频号的天然优势。视频号通过直播打赏以及视频号互选广告等变现方式吸引优质的创作者。同时，视频号不断降低创作者内容生产门槛，运用更精准的算法促进优质内容的产出。

2) 消费端：视频号基于微信庞大的用户基础，实现初始用户的导入，叠加社交推荐顺利实现冷启动。微信生态土壤相比于抖快缺少的是公域娱乐属性，一开始内容端体量小，导致内容消费少、用户数据少，因此推荐算法在视频号初期并不适用。视频号上朋友点赞的内容往往更有吸引力，其内容附加了社交价值。

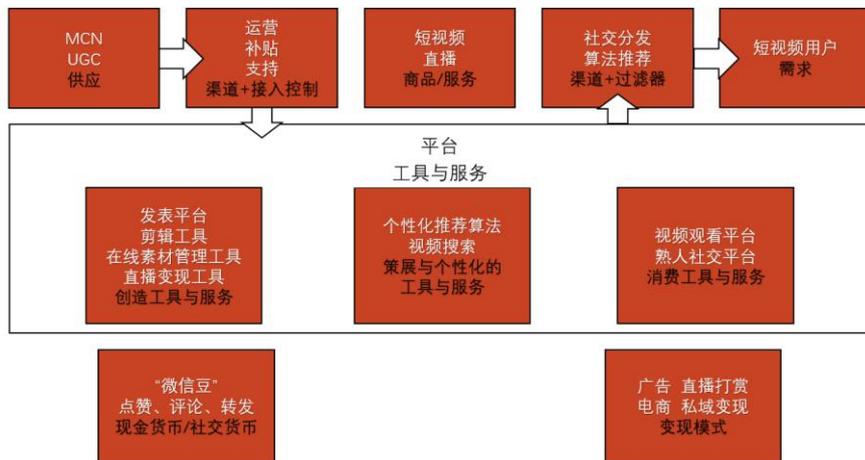
图 13：视频号的正向循环引擎



资料来源：光大证券研究所

根据邱达利的“平台画布”模型，我们认为视频号打通供给需求的循环，提供“三层”价值。1) 视频号独有的社交+推荐能起到“过滤器”的关键作用，把内容消费者与内容生产者高效地连接起来；2) 作为平台，为内容生产者和消费者提供创造与消费价值单元的工具与服务，同时也为平台自己提供策展与个性化的工具与服务；3) 协调货币的交换，为平台自己和参与者提供变现价值。

图 14：视频号平台画布



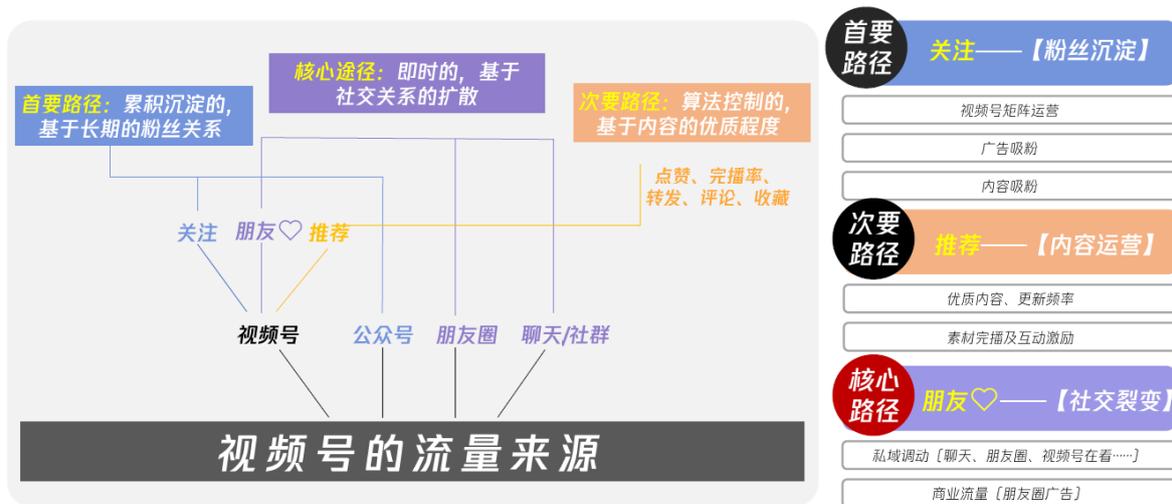
资料来源：光大证券研究所

### 3.1、 用户端：基于微信庞大社交网络，最大化截取长尾流量

#### 3.1.1、 社交分发逻辑与微信生态加持，站内站外流量充足

视频号流量来源的三大路径是：粉丝关注、社交关系扩散、算法分发，其中核心途径是“朋友点赞”的社交扩散，与抖快形成差异化。视频号发展初期，定位和生态与抖快差别较大，更多依靠微信关系链和好友互动带来增长和用户使用习惯的养成，辅以累积沉淀的关注订阅部分。熟人之间的内容互动是绝大部分用户的刚需，但是和抖快竞争，还需要满足丰富、优质内容的需求，算法匹配的高效性决定算法推荐部分重要性将不断攀升。

图 15：视频号的流量来源



资料来源：腾讯广告，光大证券研究所

视频号站外流量来源——微信生态四大流量场景全面为视频号导流。视频号覆盖微信流量的所有重要入口，包括私聊、群聊转发，朋友圈转发、话题标签，搜一搜、看一看，公众号等等，免费流量资源丰富。微信为视频号导流复制 QQ 为微信导流的策略。微信当初快速崛起，部分有赖于 QQ 为微信提供登录入口和关系链，用户可以直接用 QQ 号登录微信，并将已经使用微信的 QQ 好友添加到微信中。现在，微信同样为视频号做更全面，触达更广的导流，用户量的优势将成为视频号和抖快竞争的利器。

图 16：视频号站外流量来源——微信生态四大流量场景全面为视频号导流



资料来源：腾讯广告，光大证券研究所

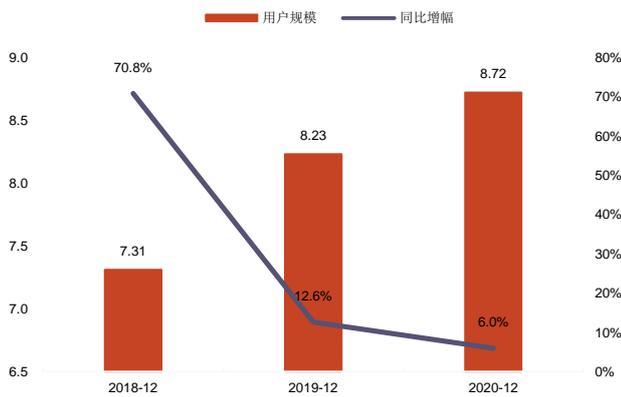
### 3.1.2、覆盖抖快之外增量人群，“银发人群”是潜在增长点

短视频行业用户规模仍不断扩大，而增速已放缓；抖快的增长空间和蓝海是从各自的基本盘向两端下探，用户重合度快速升高。根据极光数据，2021年3月国内短视频 app MAU 达 8.2 亿，用户规模同比增速已由 3M20 的 51.8% 下降至 3M21 的 18.1%。抖音一、二线用户比例高，快手下沉市场用户多，但二者用户画像逐渐趋同。根据极光数据，截至 2021 年 6 月，二者重合部分已占到快手的 80% 以上。

视频号崛起有望帮助腾讯在用户时长获取方面实现增长。微信将视频号提到与朋友圈并列的入口高度，其战略用意是最大化沉淀用户时长，让用户刷完朋友圈，很自然进入视频号进行视频内容消费。随着视频号的内容生态不断进化、内容质量的提升，用户就会逐步增加视频号消费时长，我们预计 2021 年单用户日均时长达 27.5 分钟。

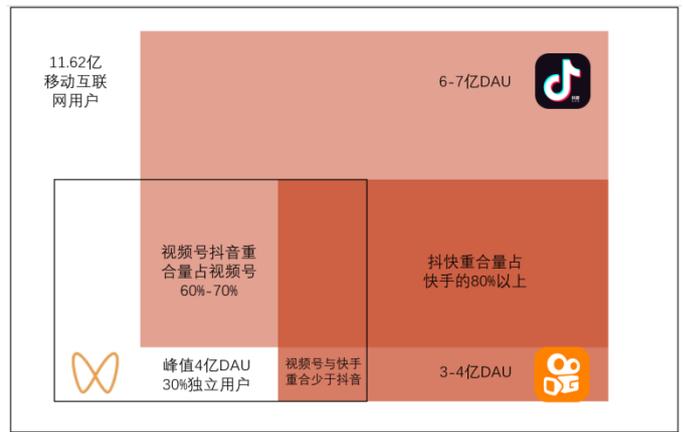
视频号最大化截取短视频长尾用户，上线一年 DAU 峰值超 4 亿。2021 年春节，视频号 DAU 峰值突破 4 亿，同期抖音 6-7 亿 DAU，快手 3-4 亿 DAU。我们估计视频号具有 30%-40% 的独立用户量，借助社交关系链最大化截取短视频长尾流量，完成抖快等平台之外的市场增量人群覆盖。

图 17: 短视频月活跃用户规模及增速 (单位: 亿人次, %)



资料来源: QuestMobile, 光大证券研究所

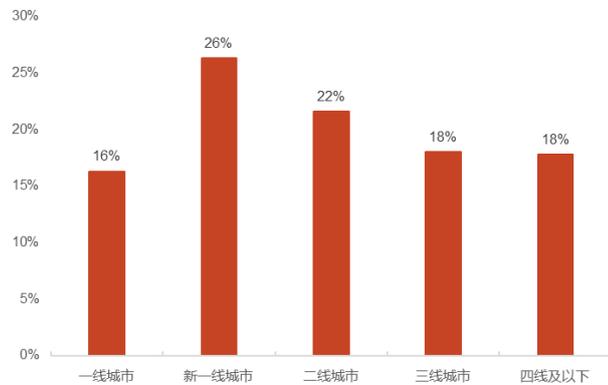
图 18: 视频号与抖音、快手用户重合度图示



资料来源: QuestMobile, 极光, 光大证券研究所估计

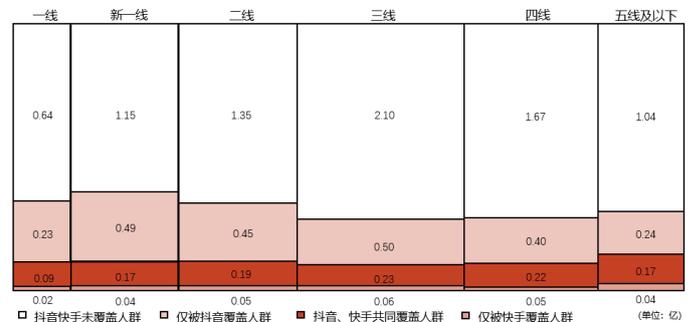
视频号用户城市线分布较平均, 有望占据抖快渗透率较低的低线城市用户。根据极光数据及 Questmobile 提供的网民城市线分布计算, 低线城市用户抖快并集活跃用户渗透率较低。视频号用户生态类似朋友圈, 地域分布均衡, 各城市线分布较平均, 随着内容的逐渐完善, 有望向抖快覆盖较为缺失的三、四线城市用户群渗透。

图 19: 4M21 视频号个人运营者城市线分布



资料来源: 新榜, 光大证券研究所

图 20: 21.7.1-21.7.11 抖快未覆盖网民人群城市线分布



资料来源: QuestMobile, 极光, 光大证券研究所

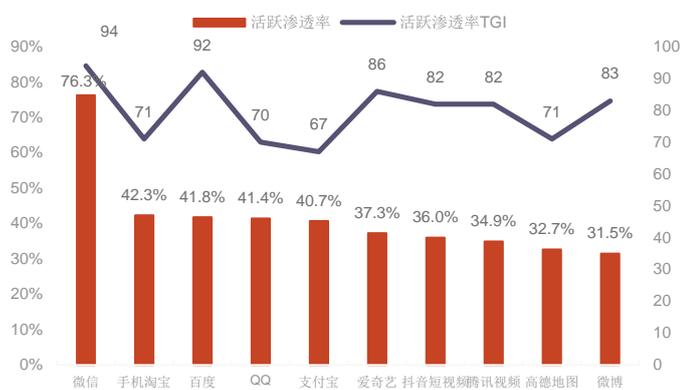
中老年用户是短视频未来的巨大增量空间, 视频号优势得天独厚。

1) 银发人群网民增速高, 客户价值大, 是短视频潜在流量增量和商业化空间。据 QuestMobile 数据, 20 年 5 月, 50 岁以上银发人群在全国人口占比达到 1/3, 银发人群网民规模同比增长 14.4% 至 1.11 亿。《2020 家族财富与家族办公室调研报告》显示, 中国超高净值人士平均年龄为 55 岁, 短视频平台有机会通过服务此类人士创造可观的收入。

2) 大量高龄网民未被抖快覆盖, 视频号大有可为。根据极光数据及《第 47 次中国互联网络发展状况统计报告》提供的网民年龄分布计算, 46 岁以上网民约 4.15 亿人, 其中尚有 3.5 亿未被抖音及快手覆盖, 抖音和快手的并集活跃用户渗透率为 15.5%, 为各年龄段最低, 视频号潜在渗透空间巨大。

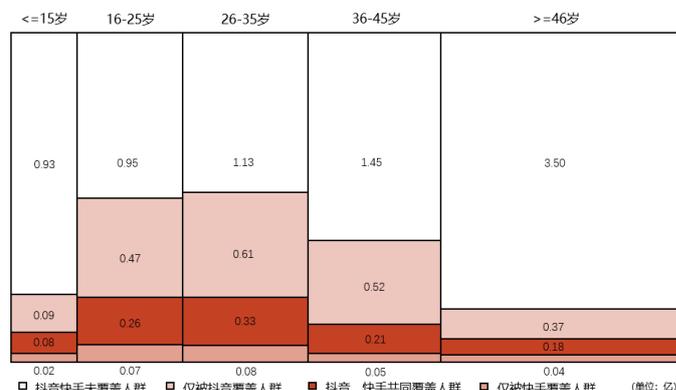
3) 相较于用户画像更年轻的抖快,内嵌于全民级 app 的微信的视频号承载着更多潜在的中老年用户流量。20年5月银发人群活跃APP Top10中,微信以76.3%的活跃渗透率稳居首位,远超抖音的36.0%,视频号无需单独下载且背靠微信强社交关系的优势明显。根据视灯,2021年5月,视频号“退休圈”、“夕阳新生活”的视频平均点赞数皆超过1万,银发经济领域入局者涌现。

图 21: 2020 年 5 月银发人群活跃渗透率 TOP10APP



资料来源: QuestMobile, 光大证券研究所 注: 活跃渗透率: 目标人群启动某个 App 媒介的月活跃用户数除以该目标人群的月活跃用户数; 活跃渗透率 TGI: 某目标行业用户群体启动某个应用分类的月活跃渗透率除以全网该应用分类的月活跃渗透率\*100。

图 22: 21.7.1-21.7.11 抖快未覆盖网民人群年龄结构



资料来源: QuestMobile, 《第 47 次中国互联网络发展状况统计报告》, 极光, 光大证券研究所

我们预测视频号未来的用户空间天花板将突破 7 亿 DAU。视频号完成“银发人群”的覆盖后,各年龄段渗透率将较为平均。参考已较为成熟的抖音、快手各年龄段渗透率,我们假设未来视频号商业化生态、内容生态完善后,在 15 岁以下、16-25 岁、26-35 岁、36-45 岁、46 岁以上移动互联网网民的活跃渗透率分别为 55%、65%、65%、60%、55%,从而测算得出视频号未来的最终用户空间将在 7.1 亿 DAU。

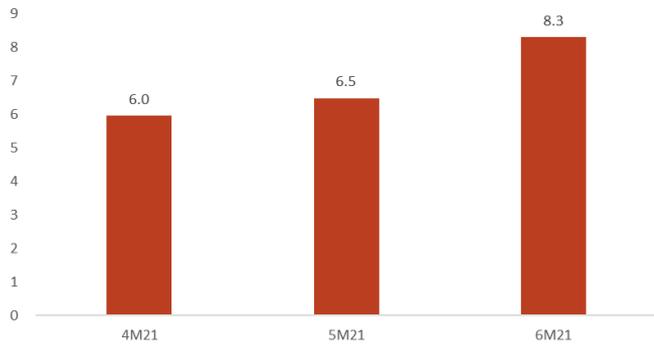
### 3.2、内容端：生态逐渐丰富且未头部化，调性与抖快不同

#### 3.2.1、内容体量快速增长，同时头部格局未定，仍存在较大成长空间

视频号内容体量增长迅速。根据新榜数据,榜单 TOP500 视频号发布视频总数由 21 年 4 月的 6 万个增长到 21 年 6 月的 8.3 万个,增长 38%,视频号内容储备的丰富度正在迅速提高。

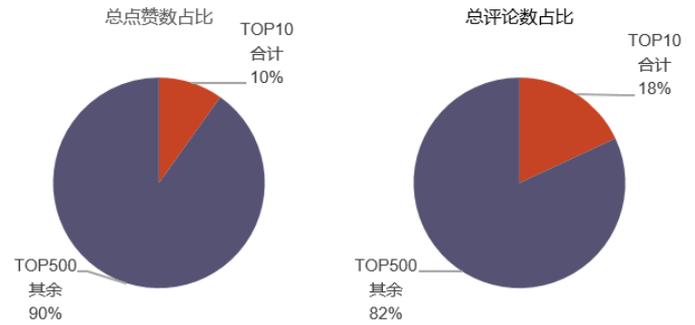
视频号未头部化,前列视频号占比较低,有进一步孵化爆红视频号的潜力。1) 点赞、评论数未集中于头部视频号。根据视灯数据,2021 年 5 月,视频号榜单排行 TOP10 的视频号合计点赞总数、评论总数分别占榜单全部视频号(TOP500)合计的 10%和 18%,其中榜单第 1 位的人民网点赞占比 1.4%,评论占比 4.8%。2) 相比于抖快,视频号头部化不明显。根据新榜数据,2021 年 5 月, TOP10 视频号、抖音号、快手号的月度点赞占 TOP200 账号点赞总数的比例分别为 13%、19%和 33%。

图 23: 4M-6M21 TOP500 视频号发布视频总数 (单位: 万个)



资料来源: 新榜, 光大证券研究所

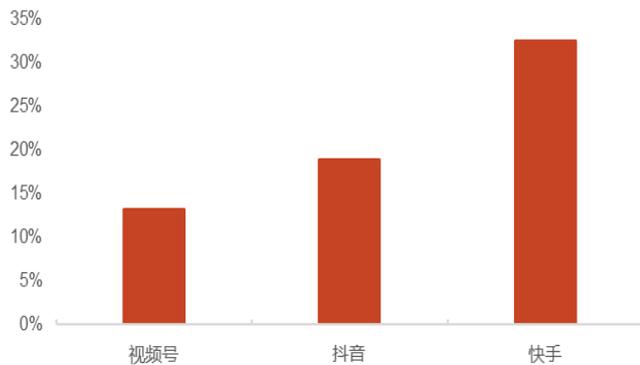
图 24: 21 年 5 月 TOP10 视频号点赞总数、评论总数占比



资料来源: 视灯, 光大证券研究所

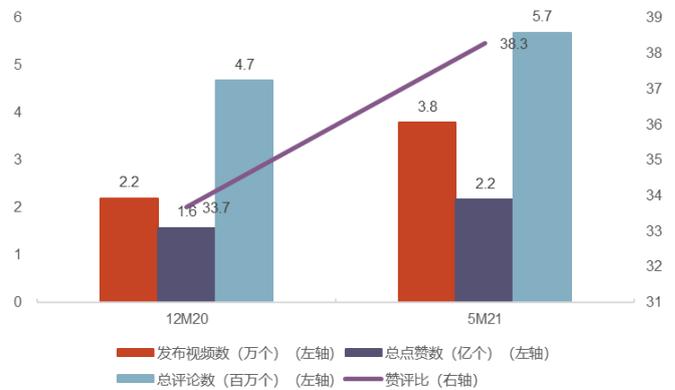
**视频号赞评比有升高趋势, 需积累高质量视频吸引用户增加互动。**根据视灯数据, 视频号 TOP500 账号赞评比从 20 年 12 月的 33.7 升高到 21 年 5 月的 38.3。评论行为比点赞需要用户投入更多的时间和精力, 体现出更高的用户参与度, 视频号赞评比升高, 说明目前用户与视频号的互动尚不足。我们认为其原因有: 1) 视频号处于高速发展时期, 发布视频数量增长较快, 但高质量视频数增速不及视频总数增速, 需积累更多有吸引力的内容, 进一步丰富内容生态, 增强用户互动意愿; 2) 视频号熟人推送的分发方式导致社交关系的压力, 评论的内容会被好友看见, 一定程度上削弱用户与娱乐类内容的互动的动机。

图 25: 5M21 抖音、快手、视频号 TOP10 账号月点赞总数占比



资料来源: 新榜, 光大证券研究所

图 26: 12M20-5M21 TOP500 视频号赞评比对比



资料来源: 视灯, 光大证券研究所

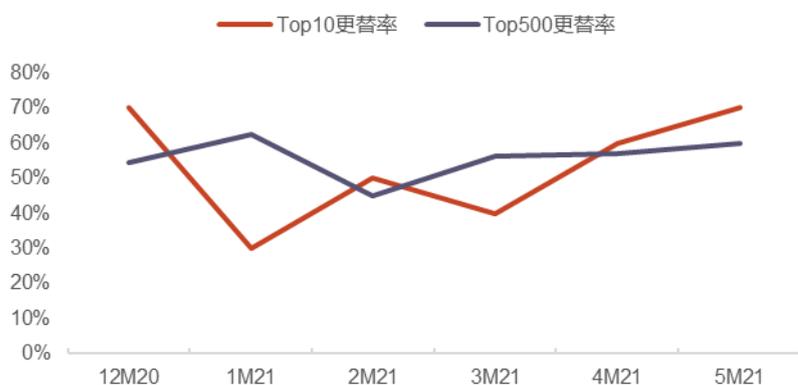
**头部视频号更替频繁, 创作者保持高度活跃。**1) 视频号 TOP 创作者迭代速度快。21 年 5 月, 视频号 TOP10 更替率达 70%, 仅央视新闻、一禅小和尚、易车持续在榜; 21 年以来, 保持持续在榜的只有动漫自媒体一禅小和尚, 其余 TOP 视频号地位皆不稳固, 市场格局尚未固定。2) 视频号创作者保持活跃, 新生力量不断涌现。5 月视频号 TOP500 整体更替率 60%, 环比增加 3pct。

表 2: TOP10 视频号 21 年 4、5 月更替情况

视灯榜单 排序	2021 年 5 月		2021 年 4 月	
	视频号	类别	视频号	类别
1	人民网	新闻	笑笑悟	情感
2	无腿小伙	生活	梅梅来啦	教育
3	光明日报	新闻	一禅小和尚	动漫
4	央视新闻	新闻	柒情馆	情感
5	莲妹情感音乐	音乐	玲姐聊创业	生活
6	湖南广播	新闻	柯妤说创业	生活
7	一禅小和尚	动漫	一禅心语	情感
8	易车	汽车	易车	汽车
9	友情祝福	情感	无臂元哥	生活
10	黄饭饭食品	·美食	央视新闻	新闻

资料来源: 视灯, 光大证券研究所

图 27: 视频号更替率



资料来源: 视灯, 光大证券研究所

**财经、时尚、健康等垂类变化日新月异。**2021 年 5 月财经、时尚、健康等垂直领域进入 TOP500 榜单视频号数量增加, 且更替率均超过 80%, 大多视频号仍处于早期抢占市场类型。其中财经类账号的 5 个新入榜账号皆为更替入榜, 账号类型也更为丰富, 既有“燕赵小越”、“悦涛看经济”等财经自媒体, 也有“华尔街报道”、“华商韬略”等企业账号。

表 3: 财经、健康、时尚垂类 21 年 4、5 月入榜及更替情况

账号类型	5 月入榜数量	4 月入榜数量	5 月更替率	4 月更替率
财经	5	3	100%	100%
健康	11	9	82%	89%
时尚艺术	20	7	80%	71%

资料来源: 视灯, 光大证券研究所

**情感、生活、影视垂类整体占比保持不变, 但账号更替率保持高位。**1) 三类账号生产能力大幅提升。2021 年 5 月, 情感、生活、影视娱乐类账号视频发布数量、总点赞数和总评论数出现不同幅度增长, 其中内容发布数量环比增长 1.14 倍。2) 高更替率和低结构波动说明当前竞争主要发生在内容层面。三类账号共 222 个, 占 TOP500 强视频号 44.4%, 与 21 年 4 月基本持平, 整体更替率 58%,

仍保持高位。对于单一类型而言，无论是生产模式还是营销模式，都还没有发现新的增长点。

表 4: 情感、生活、影视垂类 21 年 4、5 月作品数据情况 (单位: 万)

	发布作品数	总点赞数	总评论数
5 月	1.6	9157.5	237.8
4 月	0.7	7652.9	175.6
环比变化	114.6%	19.7%	35.5%

资料来源: 视灯, 光大证券研究所

### 3.2.2、内容调性与抖快不同, 满足用户差异化需求

视频号内容多为生活情感及深度内容获取, 已形成区别于抖音快手内容调性。目前抖快均是娱乐属性很重的社区。根据克劳锐统计数据, 3Q20 抖音涨粉量 TOP1000 KOL 所属垂类排名前三的分别为幽默搞笑 (13.7%)、游戏 (11.0%)、美女帅哥 (7.8%); 视频号则以情感生活、文化教育类账号占主体。2021 年 1 月, 微信 TOP500 视频号 (不含时事政务类) 中情感、生活及音乐类账号共入围 243 个, 占 500 强的 48.6%; 此外, 摄影、教育、文化等亦发展迅速。

表 5: 21/01 视频号 500 强 TOP3 类别 VS 3Q20 抖音涨粉 TOP1000 KOL 所属垂类 TOP3

微信视频号		抖音	
类别	占比	类别	占比
情感	21.0%	幽默搞笑	13.7%
生活	14.6%	游戏	11.0%
音乐	13.0%	美女帅哥	7.8%
合计	48.6%	合计	32.5%

资料来源: 新榜, 克劳锐, 光大证券研究所

### 3.3、创作者端: 内容生产的“飞轮效应”已形成

内容生产端的“飞轮效应”已形成, 公众号博主持续向视频号迁移, 作品发布积极性持续上升。视频号具备社交传播裂变、私域流量转化更高效、商业化路径更短的优势, 给予短视频内容创作者全新的流量与商业化空间, 吸引了内容创作者大量涌入。正如当初的公众号, 开始是一小部分内容主先尝试, 最后引发大规模的 B 端的商业化渗入, 视频号也具备同样的潜质。公众号仍具备较大内容体量, 根据微信 500 强月报, 2021 年 1 月, 微信 TOP500 公众号 (不含时事政务类) 整体发布 9.7 万篇内容, 收获 33.9 亿次阅读, 2175.5 万次在看。21 年 6 月, 共 2000 万的公众号账号已有 400 万变成了视频号的创作者。

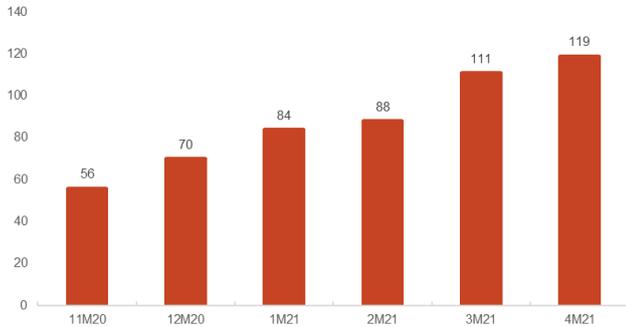
视频号创作者的活跃度在增加。根据新榜, 相比 20 年 11 月, 21 年 4 月活跃账号增长 25%, 发布体量增长 37%, 同时, 500 强视频号月均发布作品数由 20 年 11 月的 56 个/人上升至 21 年 4 月的 119 个/人, 半年内提高 112.5%。

机构、品牌方和专业内容创作者上传内容占比远高于个人账户。21 年 6 月, 考虑排除机构运营的个人账号后的纯粹个人账户, 上传视频占比仅约为 10%。原因: 1) 视频迁移几乎没有边际成本, 特别是在 21 年 4 月视频号统一开放机构管理平台之后; 2) 视频号没有限流, 品牌方大量来视频号做内容运营; 3) 原生作者即素人 UGC 提供创作的激励不足, 不足以带动他们创作。

MCN 入驻视频号, 进一步繁荣视频号内容、商业生态。1) 根据有望数据, 4Q20-5M21, 蓝 V 认证账号 (企业或机构认证) 占比从 8%提升至 20%, 面对新的红利机会与流量赛道, 许多原本在观望的企业机构纷纷入局, 借力视频号品牌赋能、破圈。2) 21 年 4 月, 视频号上线机构管理平台 Beta 测试, 向 MCN

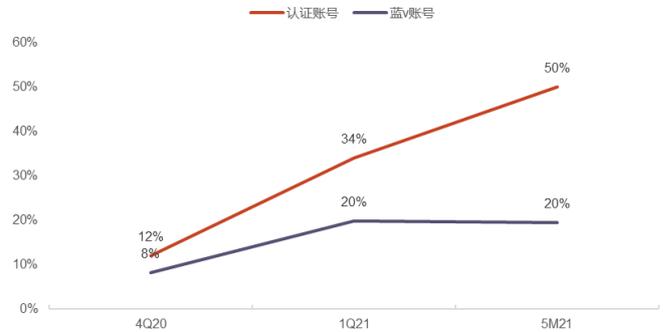
机构释放商业化运营信号，将促进视频号内容、商业生态向专业化、精细化、体系化发展。Beta 测试后，视频号还将继续完善机构对旗下创作者的管理工具，提高机构创作的便捷程度。

图 28: 500 强视频号月均发布作品数上升 (单位: 条)



资料来源: 新榜, 光大证券研究所

图 29: 蓝 V 账号 (企业机构认证) 占比提升



资料来源: 有望数据, 光大证券研究所

**激励纯素人创作者、挖掘其中有潜力的创作者是视频号内容生态完善的关键一步。**视频号有机会通过把普通用户的日常行为和视频号结合, 增加用户发表视频的可能: 1) 朋友圈每天有一亿以上的人发表内容, 视频号可以询问用户是否同步把内容公开到视频号; 2) 在用户互相传文件时可以询问是否将文件上传视频号, 获得更高的清晰度和便利; 3) 基于原创视频, 链接普通人的内容创作与品牌方, 为创作者创收。

**视频号已上线辅助创作的视频剪辑工具“秒剪”, 优化内容生产, 降低创作者生产成本, 提升效率。**引入 AI 视频制作和文字录音自动生成视频功能, 极大地降低视频制作门槛, 使视频号成为人人都可以创作的短内容平台。**但个人创作工具相比抖音仍较简单, 尚需更多迭代。**未来视频号将继续完善 PC 端的创作者工具, 包括在线素材管理、剪辑工具、发表等。

图 30: 视频号机构管理平台 Beta 测试创建机构账号页面



资料来源: 视频号, 光大证券研究所

图 31: “秒剪”功能界面图示



资料来源: 秒剪, 光大证券研究所

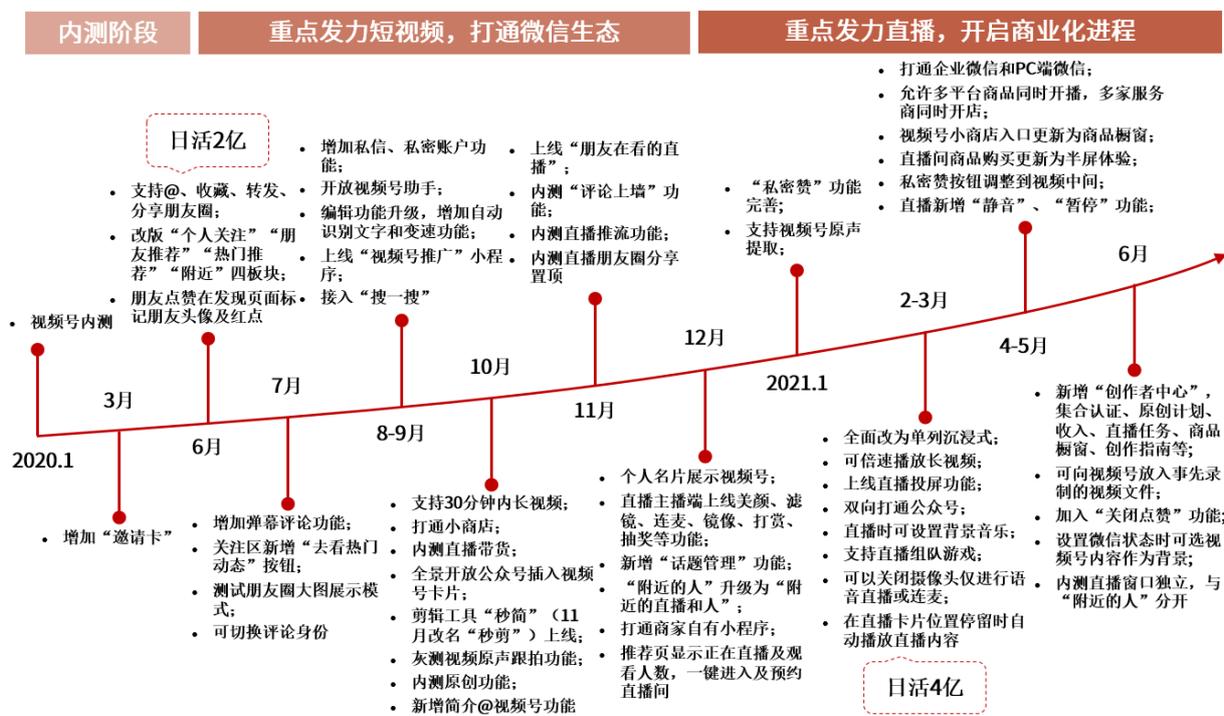
## 4、视频号相比抖音和快手的同与异

### 4.1、产品端：视频号快速迭代，逐渐与抖快趋同

#### 4.1.1、分发命中率提高，全面改为大屏沉浸式信息流

视频号产品快速迭代，上线一年半更新 60 种功能，完成微信生态打通，开启商业化进程。2020 年 6 月，视频号支持收藏、转发、分享到朋友圈，社交分发全面展开；同时改版“关注”、“朋友”、“热门”和“附近”四板块，打响产品特色。目前视频号的三个 tab 全面改为与抖快“推荐”tab 相同的大屏沉浸式，其二是搜索页同样出现了热门话题搜索。2021 年春节，视频号日活峰值突破 4 亿，截至 21 年 6 月，视频号已全面打通小商店、小程序、公众号、企业微信等微信生态，直播打赏功能、“商品橱窗”相继上线，商业化潜力开始释放。

图 32：视频号发展历程



资料来源：视频号，光大证券研究所

产品端与抖快趋同，与抖音相似更为注重完播率指标。至 2021 年 2 月视频号改版，首页三板块“推荐”、“朋友”和“关注”已全部改为大屏浏览模式，播放页上线私密赞、关注和直播中功能，产品端与抖音、快手不断趋同。从当前视频号与抖音、快手动态界面交互模式对比，抖音、快手均支持视频页面内点击关注按钮，视频号当前只有在播完整个视频后才会会在视频页面用户名右侧自动出现关注按钮，否则只能点击用户头像进入个人主页点击关注，可以看出视频号与抖音相似，更为注重完播率指标，未来有利于内容质量持续提升。

表 6: 视频号与抖音、快手动态界面交互模式对比

功能	抖音推荐页	快手精选页	快手发现页	视频号朋友页	视频号推荐页
展示形式	单列全屏沉浸式瀑布流, 一屏单列全屏沉浸式瀑布流, 展示 1 条视频	一屏双列卡片瀑布流, 一屏展示 1 条视频	一屏展示 3-4 个视频	单列全屏沉浸式瀑布流, 一屏展示 1 条视频	单列全屏沉浸式瀑布流, 一屏展示 1 条视频
播放视频	进入页面自动播放	进入页面自动播放	用户需要主动点击视频, 进入播放页面	进入页面自动播放	进入页面自动播放
上滑	切换下个视频	切换下个视频	进入评论区	切换下个视频	切换下个视频
下滑	切换上个视频	切换上个视频	退出视频	切换上个视频	切换上个视频
左滑	进入创作者个人主页	右侧栏展示创作者其他视频	进入创作者个人主页	切换 Tab	不支持切换
右滑	切换 Tab	切换 Tab	退出视频	切换 Tab	切换 Tab
点赞	双击视频/右侧点赞	双击视频/右侧点赞	双击视频/上方点赞	双击视频/下方点赞/单击出现私密赞	双击视频/下方点赞/单击出现私密赞
关注	右侧点击头像下方“+”关注按钮	右侧点击关注按钮	上方点击关注按钮	点击用户头像进入个人主页/完播后下方用户名右侧自动出现关注按钮	点击用户头像进入个人主页/完播后下方用户名右侧自动出现关注按钮
评论	右侧点击评论按钮	右侧点击评论按钮	上滑进入评论区	下方点击评论按钮	下方点击评论按钮
转发	右侧点击转发按钮	右侧点击转发按钮	顶部点击转发按钮	下方点击转发按钮	下方点击转发按钮
收藏	右侧点击分享按钮, 二级菜单右侧点击分享按钮, 二级菜单可选择收藏	右侧点击分享按钮, 二级菜单可选择收藏	顶部点击收藏按钮	下方点击分享按钮, 二级菜单下方点击分享按钮, 二级菜单可选择收藏	下方点击分享按钮, 二级菜单下方点击分享按钮, 二级菜单可选择收藏

资料来源: 微信视频号, 抖音 APP, 快手 APP, 光大证券研究所整理

视频号命中率提高, 改为单列沉浸式, 提升用户观看体验。命中率是指用户浏览的一定数量视频中, 真正停留下来观看的视频条数。命中率高, 采取单列信息流也能使用户看到足够多感兴趣的视频; 命中率低, 就需要采取多列信息流为用户选择余地。视频号内容丰富度、算法精确度的大幅度提高带来命中率的提高, 确保视频号可以全面改为单列沉浸式, 提高用户消费视频效率。此外, 视频号“朋友”tab 的命中率相比“推荐”理应较低, 因为朋友感兴趣的未必是用户自己感兴趣的, 但视频号“朋友”tab 仍然采用需要高命中率的大屏单列信息流, 说明“朋友”tab 的命中率高于预期, 视频号社交分发与算法推荐相结合的推荐系统已经成熟。

图 33: 影响视频号命中率的主要因素



资料来源: 网站“人人都是产品经理”文章《视频号的那些事之信息列表的演变》, 光大证券研究所

图 34: 视频号朋友 tab 信息流从半屏改为全屏



资料来源: 视频号, 光大证券研究所

#### 4.1.2、打通直播商业闭环, 预约式直播独具优势

视频号直播加码不断, 打造完整通畅的商业闭环。21 年 5 月, 视频号带来两款直播相关的重磅更新: 1) “我的商店”更名为“商品橱窗”, 支持上架多渠道的商品, 包括小商店、小程序、第三方平台等, 同时也支持各服务商在视频号开店; 也允许多平台商品同时开播, 如京东、小商店的商品混播, 解决微信直播带

货商品来源短缺的问题，将仅有的小商店来源扩充到第三方来源，提高主播供应链能力的同时也进一步升级视频号商业变现能力。2) **视频号直播打通公众号，流量入口全面开放**，在视频号与公众号相互绑定的前提下，视频号开播会在公众号页面有明显的提醒，用户点击即可进入直播间，曾经是公众号的读者现在都将成为视频号直播的潜在粉丝。

图 35：商品橱窗添加入口图示



资料来源：视频号直播，光大证券研究所

图 36：视频号直播打通公众号图示



资料来源：新榜，光大证券研究所

**直接触达用户，视频号独有的预约式直播较抖快优势明显。**抖音流量基数更大，对于随机开始的直播，可以直接使用流量去推荐，故抖音在这方面更有价值。但对于预约式直播，视频号可以通过微信预约，借助用户处理微信消息的高优先级，获取触达率优势，形成在预约式直播上的巨大优势。我们认为，视频号有机会效仿微信支付提高触达率的方法。微信支付的两个关键节点是微信红包和二维码打印的物料推广，而视频号可以采取：1) 对一场预约式直播，让用户扫码预约，开播时用户会收到提醒，形成首次接触之后的二次触达；2) 通过这种方式加入线上讲座、线上问诊等场景，将其向基础设施的方向转变。

## 4.2、运营端：向抖快看齐，从产品创新推动转向运营推动

**视频号向抖快看齐，加大运营团队组建，将成立作者变现和热点运营团队。**抖音一直是强运营的平台，频繁推出多样的官方活动，同时加大热点运营，已被证明比重产品、轻运营的策略能带来更大的 DAU。视频号和快手类似，开始从轻运营，依靠社交链自发分发，向中心化运营的策略转向。视频号未来将成立作者变现团队和热点运营团队，各 10 人左右，扩大内部运营团队数量，在产品运营上加大力度。

**视频号运营团队大规模招募人才，重点是创作者促活和生态促活。**根据腾讯招聘，2021 年 6 月，有 123 个正在招聘的职位与视频号相关，其中 56 个与视频号运营相关，占比 46%。我们看到，视频号在公开招募作者变现策略经理和热点运营策略经理。说明视频号一方面关注如何让创作者产生更好的内容，比公众号运营更积极主动地帮助作者变现，帮助作者增长数据。另一方面做生态促活，加大热点发酵能力，促使视频号成为一个舆论广场。

图 37: 视频号加大运营人员招聘

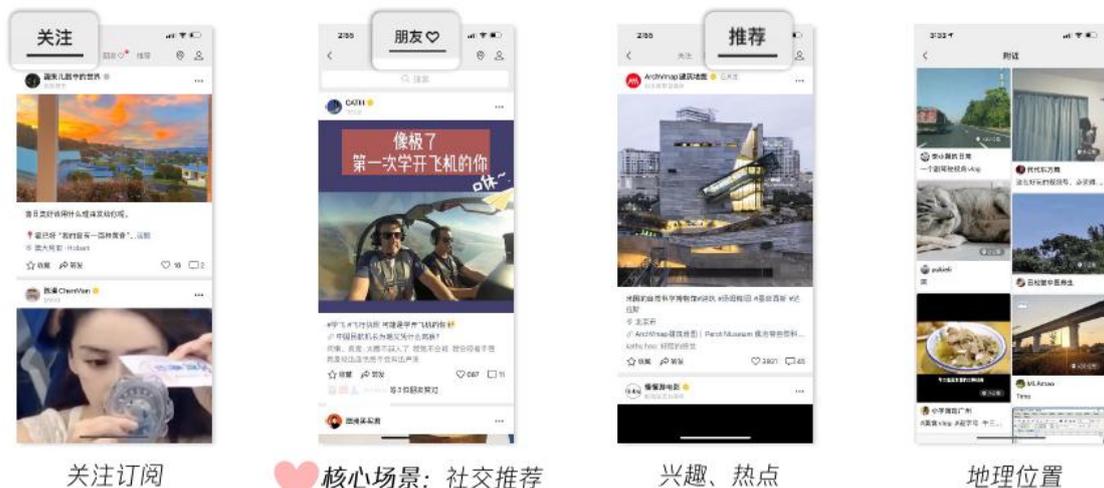


资料来源: 腾讯招聘, 光大证券研究所

### 4.3、独有“双螺旋推荐机制”，社交裂变与算法分发互补

视频号站内流量分布逻辑是以朋友点赞为核心的四大分发场景: 关注、朋友点赞、推荐以及附近四大场景。其中朋友部分承接熟人关系链和好友互动; 关注部分是基础的订阅服务; 附近部分用来服务有陌生人社交需求、内容消费需求和部分下沉城市的用户; 算法推荐部分推荐优质的娱乐内容, 高效匹配用户的需求与内容。

图 38: 视频号站内流量分发逻辑——以社交推荐为核心的四大分发场景



资料来源: 腾讯广告, 光大证券研究所

视频号采取独有的“双螺旋推荐机制”，实现社交分发与个性化算法分发互补。去中心化的视频号生态, 有助于打破其他短视频产品算法推荐所构筑的信息茧房。然而社交推荐的缺点在于不一定能提高推荐算法的离线精度(准确率和召回率), 特别是在基于社会图谱数据的推荐系统中, 因为用户的好友关系不是基于共同兴趣产生的。抖音的内容分发相对中心化, 快手给予“社交关系”更高的权重, 但此二者的共同点是以算法推荐为核心, 算法的优势在于实现优质内容与消费者的高效率匹配。

表 7: 视频号与抖音、快手推荐逻辑对比

平台	推荐权重	反馈指标	优势
抖音	1) 对内容的“优质程度”给予更高权重 2) 分发相对中心化 (粉丝看到达人新发视频概率完播率>点赞量>评论量>转发量为 10%)		有利于头部优质内容和创作者, 头部内容点赞量千万级别, 对内容消费者更友好, 平台也可以掌控更多公域流量
快手	1) 给予“分配结果的普惠公平”和“社交关系”更高权重 2) 分发相对去中心化 (粉丝看到达人新发视频概率为 30-40%)	评论量>转发量&点赞量	引入“基尼系数”概念对流量分配进行调控, 给予长尾用户更多曝光机会
视频号	1) 不同 tab 下的占比不一样, “推荐”tab 关系链的权重为 15%, “朋友”tab 关系链权重占比 40% 2) 采取“双螺旋推荐机制”, 实现社交裂变与分发互补, 相对去中心化	1) “推荐”Tab 与点赞、停留时长、完播率等指标有关, 还包括年龄、兴趣、行为轨迹、话题等标签 2) “朋友”Tab 与好友发布、点赞、评论、关注、算法推荐所构筑的信息茧房转发等行为有关	视频号生态, 有助于打破其他短视频产品

资料来源: 卡思数据, 光大证券研究所

#### 4.3.1、社交分发逻辑拓展独有垂直领域, 形成短中长视频全覆盖

社交属性助力视频号进军更丰富的垂直领域, 天然适合私域流量变现以及“高级需求”捡漏。根植于强算法、强内容、强消费属性的逻辑, 抖音的爆款品类及头部视频内容集中在明星、美妆、旅游, 快手则有美食、搞笑等特色标签。社交推荐具备关系链的信任度, 助力视频号攻入如投资、留学、创业等“高级需求”细分品类, 承接被抖快体系发展不足的内容品类, 给予长尾内容曝光并发展为潜力股的机会。视频号内容辐射范围包括抖快难涉及的同事圈、校友圈、同乡圈, 圈子好友的点赞推荐包含共性化的群体偏好, 群体偏好能减少消费者的顾虑, 占据抖快难以进入的专业细分领域如考研、考证、留学、创业等。

中长视频的消费更依赖社交推荐, 通过社交分发的视频号“朋友”tab 具备传播中视频乃至长视频的潜力, 有利于打通短、中视频领域, 形成一站式体验。

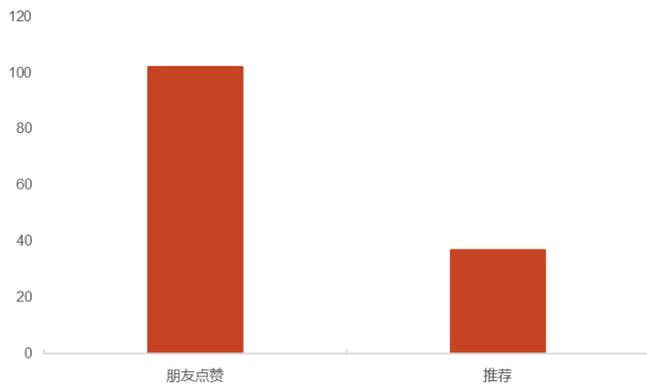
1) 抖音 9 成以上作品来自短视频, 中视频成新流量洼地。抖快短视频分发基于用户主动选择时选错成本低, 利用算法推荐更利于实现用户使用时长最大化。根据飞瓜数据, 21 年上半年抖音有 91.5% 的视频时长在 60 秒以下, 同时, 中视频表现出良好的流量质量, 平均点赞数是短视频的 2.7 倍。我们认为, 中视频能成为未来的流量洼地, 而在中视频领域, 视频号更有优势。

2) 中长视频的用户选择成本更高、频次更低, 因而其消费更依赖信任度高的社交推荐, 如视频号的“朋友点赞”tab。根据我们抽样统计, 视频号“朋友”tab 下视频平均时长大于 100 秒, 明显长于平均不足 40 秒的“推荐”tab, “朋友”tab 已成为视频号中视频分发的支点。

3) 中视频逐渐成为视频号新的探索方向和创作新风口。根据有望数据, 1M21-5M21, 16% 的视频号创作者更热衷创作时长 60s+ 中视频, 作品数占比 26%, 且在 10W+ 赞作品时长分布中, 时长 60s+ 爆款最多, 占比 22%, 中视频承载的信息量更具体, 全面满足用户对深度内容的需求, 已开始被视频号创作者和用户广泛接受。

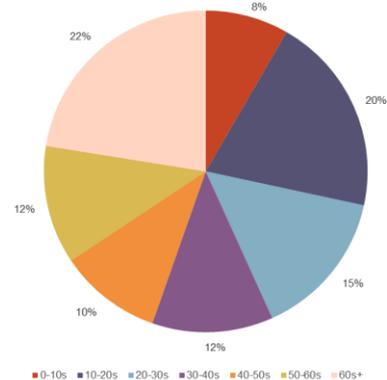
4) 中长视频创作更依赖版权支持, 腾讯版权库为视频号赋能。2021 年 4 月, 视频号联合 QQ 音乐发布原创音乐共振计划, 我们认为视频号未来将更紧密地与腾讯内部音乐、影视、游戏等板块合作, 发挥版权矩阵优势, 进军中视频市场腹地。

图 39: 2021 年 7 月视频号不同 tab 视频平均时长 (单位: 秒)



资料来源: 光大证券研究所抽样统计

图 40: 1M21-5M21 10W+赞爆款中, 60 秒以上中视频占比最高

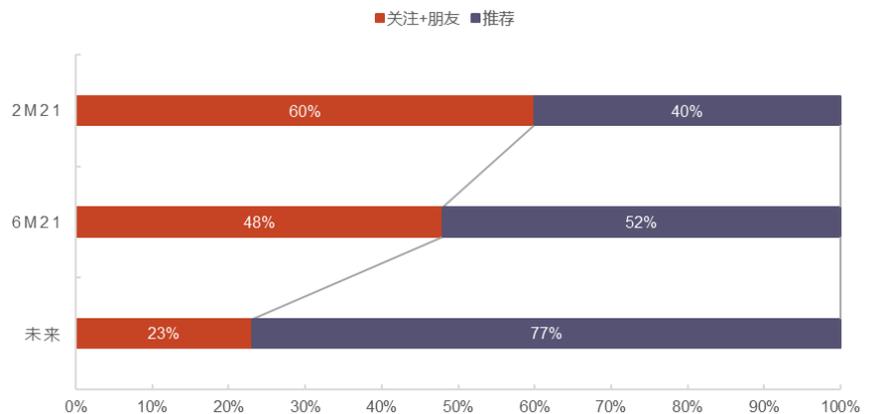


资料来源: 有望数据, 光大证券研究所

### 4.3.2、视频号算法准确度高、多样性佳, 算法分发重要性攀升

我们认为, 由于算法分发的效率优势, 未来视频号的个性化算法推荐占比仍将不断攀升, 目前已超过朋友点赞部分。2021 年 6 月, 按视频数量计算, 推荐占比 52%, 朋友占比 46%左右, 其余为关注部分。根据张小龙在微信十周年演讲中提出的愿景, 关注: 朋友: 算法推荐的比例最终将达到 1: 2: 10。

图 41: 视频号关注+朋友 tab 与推荐 tab 流量占比



资料来源: 微信十周年, 光大证券研究所

视频号算法推荐相比抖快独有的优势, 在于借助微信海量信息建立标签, 提高算法推荐准确度, 算法更加多元化。

1) 借助微信海量信息建立标签, 提高算法推荐准确度。抖音、快手所积累到的用户标签类型相对有限, 主要基于人口 (注册信息、年龄、性别、职业、手机品牌、地理位置等) 及行为 (互动次数、点赞视频类型) 特征进行标注及内容推荐。而视频号能够借助微信海量的用户社交互动和个人在微信中的内容浏览互动、商品消费等多元标签, 有望实现更高的内容推荐精准度和匹配度。

2) 视频号可视作“看一看”的升级产品, 延续其算法的多元化趋势。微信于 2020 年和 2021 年分别发表了应用于微信“看一看”的算法模型 GraphTR 和 GraphDR, 模型充分综合用户标签、创作者信息和标题、评论等文字信息对视频进行排序。视频号延续“看一看”的视频标签设置, 创作者在发布动态时, 可以手动添加话题标签, 以增加视频的曝光度。用户点击标签时会进入相应的频道, 频道内提供

系列视频和沉浸式体验。标签频道为“看一看”的重度用户贡献了近 45%的视频观看时间，验证了其算法的有效性。

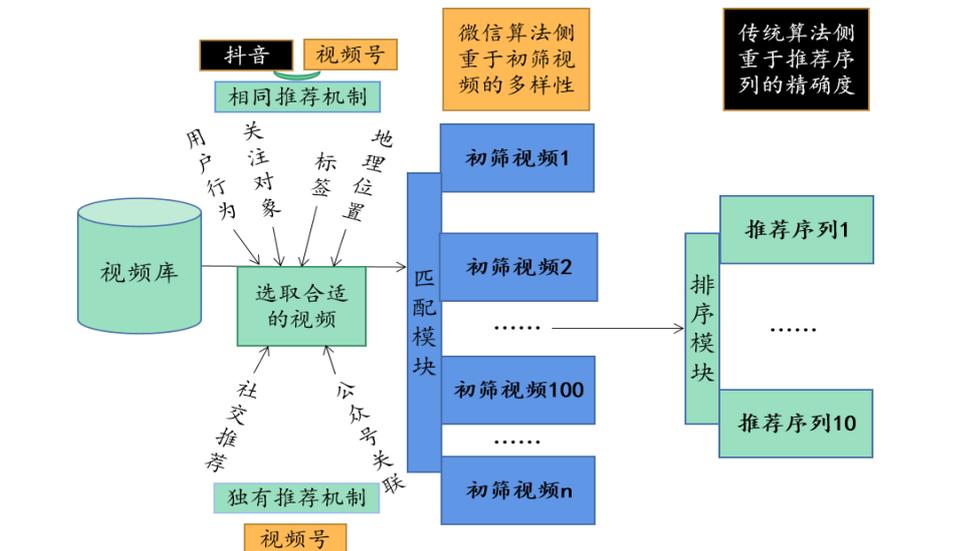
图 42：视频号标签界面



资料来源：微信视频号，光大证券研究所整理

3) 视频号最新算法通过提升初筛视频的多样性，得到更多样化的推荐序列。算法上，传统推荐系统分为匹配模块和排序模块，匹配模块从视频库中选取数百个初筛视频后，通过排序模块从中选取十余个视频作为推荐序列。系统无法从同质化的初筛视频中得到多样化的推荐序列，初筛视频的多样性成为推荐序列多样性的重要前提。传统模型大多数关注排序模块的提升，微信的最新算法 GraphDR 则通过引入多维度的用户数据，并对数据之间的交互作用建模，以反映用户偏好，着重提升初筛视频的多样性。如：以每周观看视频次数区分有效用户、根据视频中共存的多个标签判断各类标签对应受众的兴趣重叠程度等。

图 43：视频号算法与抖音算法对比



资料来源：抖音，视频号，arXiv，《Improving Accuracy and Diversity in Matching of Recommendation with Diversified Preference Network》，光大证券研究所整理

## 5、盈利预测

收入方面：我们从网络游戏、社交网络、网络广告、金融科技及企业服务、其他进行拆分预测。

**网络游戏业务：**鉴于公司王牌游戏《王者荣耀》、《和平精英》21年表现保持稳定，重要新产品《英雄联盟手游》已于七月下旬在安卓平台率先开启“超燃测试”，我们认为公司网络游戏业务有望持续释放业绩潜力。公司游戏储备丰富，21年年度游戏发布会中公布的40余款品类多样、技术革新的在研新作将陆续上线，我们预测2021-2023年腾讯游戏业务营收分别同比增长12.3%、24.9%、18.7%，实现营收1,752、2,189、2,600亿人民币元。

**社交网络业务：**公司将继续加速旗下文娱产业链整合，全面加强在IP创作、内容生产、流量分发的优势地位，旗下的虎牙、阅文集团、TME、腾讯视频、腾讯动漫等公司在战略协同、运营效率和价值挖掘上蕴含较大提升空间。我们预测2021-2023年腾讯社交网络业务营收分别同比增长15.7%、15.9%、15.0%，实现营收1,251、1,450、1,667亿人民币元。

**网络广告业务：**受校外培训相关政策影响，在线教育行业广告主投放可能下降，但同时视频号信息流广告、互选广告、视频号推广等广告收入增长将带来有效弥补。我们预测2021-2023年腾讯网络广告业务营收分别同比增长19.6%、15.4%、14.5%，实现营收984、1,135、1,300亿人民币元。

**金融科技及企业服务业务：**网络支付商户手续费降低预计对腾讯支付业务收入实际影响小于10%，同时微信小程序和视频号有望持续推动商业支付收入规模增长。我们预测2021-2023年腾讯金融科技及企业服务业务营收分别同比增长33.4%、20.2%、21.4%，实现营收1,709、2,053、2,494亿人民币元。

**基于以上，我们预测腾讯控股21-23年总营收为5,780、6,915、8,152亿人民币元，对应同比增长19.9%、19.7%、17.9%。**

**成本方面：**腾讯控股营业成本包括交易成本、雇员福利开支、带宽及服务器托管费、内容成本、无形资产摊销以及其他成本。参考腾讯各业务历史毛利率水平，我们预测腾讯21-23年总毛利率为45.2%、45.7%、45.2%，毛利为2,610、3,164、3,688亿人民币元，同比增长17.8%、21.2%、16.6%。

表8：腾讯控股盈利预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	377,289	482,064	577,951	691,523	815,191
<b>增值服务</b>	199,991	264,212	300,341	363,899	426,668
<b>网络游戏</b>	114,710	156,100	175,234	218,917	259,957
PC 游戏	47,416	44,600	39,634	37,652	36,523
移动游戏（不含社交网络）	67,294	111,500	135,600	181,264	223,434
<b>社交网络</b>	85,281	108,100	125,107	144,983	166,711
数字内容服务	58,875	73,078	87,658	100,325	114,822
移动游戏分发	26,406	35,047	37,449	44,658	51,889
<b>网络广告</b>	68,377	82,271	98,368	113,514	129,952
社交广告	52,897	68,000	84,372	100,669	117,563
媒体广告	15,480	14,300	13,997	12,845	12,389
<b>金融科技与企业服务</b>	101,355	128,086	170,880	205,330	249,352
金融科技	84,155	102,112	125,481	141,199	165,982
云服务	17,200	25,974	45,399	64,131	83,370
其他	7,566	7,495	8,361	8,779	9,218
<b>营业成本</b>	209,756	260,532	316,929	375,160	446,343
<b>毛利</b>	167,533	221,532	261,022	316,363	368,848
<b>毛利率</b>	44.4%	46.0%	45.2%	45.7%	45.2%
<b>Non-IFRS 净利润（归母）</b>	94,351	122,742	136,794	172,738	207,382

数据来源：公司公告，光大证券研究所预测

## 6、估值水平与投资评级

### 6.1、相对估值

我们采用分部估值法测算腾讯控股 2021 年的估值水平：对于网络游戏、数字内容和网络广告，业务已相对成熟，业绩能见度和盈利能力较为稳定，采用 PE 估值法进行估值；基于金融科技和云服务的高成长性，采用 PS 估值法对这两个业务进行估值。

**1) 网络游戏：**游戏业务可比公司 21 年 PE 在 11.7 倍-25.6 倍区间，平均 19.4 倍。因腾讯游戏在国内的龙头地位，丰富的游戏产品线，强大的渠道分发能力以及 3A 游戏、元宇宙、游戏出海等潜在增长点，我们取高于可比公司平均的 22 倍为腾讯游戏业务 PE 估值倍数，预计腾讯游戏业务 2021 年实现净利润 851 亿人民币元，得到腾讯游戏业务市值 18,720 亿人民币，折合 22,480 亿港元，对应目标价 234 港元。

表 9：腾讯网络游戏业务 PE 估值

证券代码	可比公司	市值 (亿人民币)	2021E 净利 (亿人民币)	PE
9999.HK	网易	4,158	174	23.9X
002555.SZ	三七互娱	408	31	13.4X
603444.SH	吉比特	308	15	20.8X
002624.SZ	完美世界	292	25	11.7X
TTWO.O	TAKE-TWO	1,192	47	25.6X
ATVI.O	动视暴雪	4,033	193	20.9X
7974.T	任天堂	4,415	284	15.5X
EA.O	EA	2,478	106	23.4X
3659.T	Nexon	1,120	59	18.9X
UBI.PA	育碧	481	24	19.8X
<b>平均值</b>				<b>19.4X</b>
<b>腾讯控股</b>		<b>18,720</b>	<b>851</b>	<b>22.0X</b>

资料来源：可比公司预测来源于 wind 一致预期和 bloomberg 一致预期，腾讯控股预测来源于光大证券研究所预测  
注：市值时间为 2021-08-10；汇率：按 1HKD=0.8326CNY、1USD=6.4830CNY 换算

**2) 数字内容：**数字内容业务可比公司 21 年 PE 在 7.3 倍-44.9 倍区间，平均 29.0 倍。因腾讯具备从网文、动漫的 IP 源头到影视、音乐、直播的 IP 分发变现的全产业链 IP 内容闭环，反垄断压制之下公司核心壁垒仍在，龙头公司享有溢价，我们取高于可比公司平均的 31.5 倍为腾讯数字内容业务 PE 估值倍数，预计腾讯数字内容业务 2021 年实现净利润 175 亿人民币元，得到腾讯数字内容业务市值 5,520 亿人民币，折合 6,630 亿港元，对应目标价 69 港元。

表 10: 腾讯数字内容业务 PE 估值

证券代码	可比公司	市值 (亿人民币)	2021E 净利 (亿人民币)	PE
300413.SZ	芒果超媒	1,037	25	41.7X
NFLX.O	Netflix	14,660	327	44.9X
HUYA.N	虎牙	170	8	22.0X
MOMO.O	陌陌	166	23	7.3X
平均值				29.0X
腾讯控股		5,520	175	31.5X

资料来源: 可比公司预测来源于 wind 一致预期和 bloomberg 一致预期, 腾讯控股预测来源于光大证券研究所预测  
注: 市值时间为 2021-08-10; 汇率: 按 1HKD=0.8326CNY、1USD=6.4830CNY 换算

3) **网络广告**: 网络广告业务可比公司 21 年 PE 在 17.2 倍-25.3 倍区间, 平均 21.3 倍。视频号崛起后, 有望打开腾讯广告收入天花板, 但腾讯作为国内社交巨头, 广告变现较为保守, 我们取略低于可比公司平均的 20.0 倍为腾讯网络广告业务 PE 估值倍数, 预计腾讯网络广告业务 2021 年实现净利润 315 亿人民币元, 得到腾讯网络广告业务市值 6,300 亿人民币, 折合 7,560 亿港元, 对应目标价 79 港元。

表 11: 腾讯网络广告业务 PE 估值

证券代码	可比公司	市值 (亿人民币)	2021E 净利 (亿人民币)	PE
FB.O	Facebook	64,945	2,936	22.1X
BIDU.O	百度	3,751	218	17.2X
WB.O	微博	813	39	20.6X
GOOGL.O	谷歌	118,360	46,870	25.3X
平均值				21.3X
腾讯控股		6,300	315	20.0X

资料来源: 可比公司预测来源于 wind 一致预期和 bloomberg 一致预期, 腾讯控股预测来源于光大证券研究所预测  
注: 市值时间为 2021-08-10; 汇率: 按 1HKD=0.8326CNY、1USD=6.4830CNY 换算

4) **金融科技**: 金融科技业务可比公司 21 年 PS 在 1.9 倍-19.2 倍区间, 平均 10.9 倍。视频号催化下小程序电商的发展推动微信支付市场份额提高, 同时考虑小微企业和工商户支付降费对金融科技收入负面影响, 我们取接近于可比公司平均的 11 倍为腾讯金融科技业务 PS 估值倍数, 预计腾讯金融科技业务 2021 年实现营收 1,255 亿人民币元, 得到腾讯金融科技业务市值 13,800 亿人民币, 折合 16,580 亿港元, 对应目标价 173 港元。

表 12: 腾讯金融科技业务 PS 估值

证券代码	可比公司	市值 (亿人民币)	2021E 营收 (亿人民币)	PS
300033.SZ	同花顺	534	37	14.5X
PYPL.O	paypal	20,819	1,665	12.5X
V.N	Visa	29,710	1,550	19.2X
SQ.N	Square	8,191	1,253	6.5X
LU.N	陆金所	1,173	614	1.9X
平均值				10.9X
腾讯控股		13,800	1,255	11.0X

资料来源: 可比公司预测来源于 wind 一致预期和 bloomberg 一致预期, 腾讯控股预测来源于光大证券研究所预测  
注: 市值时间为 2021-08-10; 汇率: 按 1HKD=0.8326CNY、1USD=6.4830CNY 换算

5) **云服务**: 云服务业务可比公司 21 年 PS 在 4.2 倍-18.8 倍区间, 平均 8.2 倍。腾讯云服务业务持续扩大, 目前腾讯会议已成为中国最大规模的独立云会议应用, 4Q20 企业微信服务超过 550 万企业客户, 连接超过 4 亿微信用户。同时因腾讯对云计算基础设施的大力投入, 网络游戏 (云游戏、元宇宙) 等业务的协同效应, 腾讯云服务未来增长空间广阔, 我们取高于可比公司平均的 10 倍为腾讯云服务业务 PS 估值倍数, 预计腾讯云服务业务 2021 年实现营收 454 亿人民币元, 得

到腾讯云服务业务市值 4,540 亿人民币，折合 5,450 亿港元，对应目标价 57 港元。

表 13: 腾讯云服务业务 PS 估值

证券代码	可比公司	市值 (亿人民币)	2021E 营收 (亿人民币)	PS
688158.SH	优刻得	161	37	4.4X
KC.O	金山云	418	99	4.2X
API.O	兆言网络	218	12	18.8X
GOOGL.O	谷歌	118,360	13,296	8.9X
BABA.N	阿里巴巴	33,807	7,173	4.7X
<b>平均值</b>				<b>8.2X</b>
<b>腾讯控股</b>		<b>4,540</b>	<b>454</b>	<b>10.0X</b>

资料来源: 可比公司预测来源于 wind 一致预期和 bloomberg 一致预期, 腾讯控股预测来源于光大证券研究所预测  
注: 市值时间为 2021-08-10; 汇率: 按 1HKD=0.8326CNY、1USD=6.4830CNY 换算

6) 投资: 我们选取腾讯 30 家主要长期投资公司, 将腾讯的持有市值按 55% 折价计算, 得到投资公司对腾讯 2021 年预测市值贡献 8,310 亿人民币, 折合 9,980 亿港元, 对应目标价 104 港元。

综上, 各业务的相对估值倍数为网络游戏/数字内容/网络广告的 22x/31.5x/20x PE, 金融科技/云服务的 11x/10x PS, 下调目标价至 715 港元 (其中网络游戏/数字内容/网络广告/金融科技/云服务/投资分别贡献 234/69/79/173/57/104 港元)。

表 14: SOTP 估值表

	估值方法	2021E 收入 (RMB 百万)	估值倍数	分部估值 (HKD bn)	对应每股价值 (HKD)
网络游戏	PE	212,683	22.0x	2,248	234
数字内容	PE	87,658	31.5x	663	69
网络广告	PE	98,368	20.0x	756	79
金融科技	PS	125,481	11.0x	1,658	173
云服务	PS	45,399	10.0x	545	57
投资				998	104
<b>合计</b>				<b>6,868</b>	<b>715</b>

资料来源: 光大证券研究所预测, 汇率: 1 港元=0.8326 人民币

## 6.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

1、长期增长率: 我们认为在微信生态的不断完善下, 腾讯在社交、游戏、音乐等消费互联网子行业中的地位将长期保持稳固, 同时由于视频号、企业服务、腾讯游戏海外扩张等业务仍在商业化的早期阶段, 未来尚能为腾讯贡献较大增长空间, 故假设长期增长率为 3.0%;

2、β 值选取: 采用 Wind 港股二级行业分类-软件与服务行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;

3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 12.9%。

基于对长期增长率和 WACC 的敏感性测试, 我们得到公司合理的绝对估值范围为 562.8-996.3 港元。

表 15: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
预测期年数	7
长期增长率	3.0%
无风险利率 Rf	2.9%
$\beta$ ( $\beta$ levered)	0.9
Rm-Rf	7.0%
Ke(levered)	9.1%
税率	12.9%
Kd	4.5%
Ve	4,626,767.2
Vd	126,387.0
目标资本结构	2.7%
WACC	9.0%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
预测期现金流现值和	1,316,019.0	23.3%
终值现值	3,686,928.2	65.2%
企业价值 EV	5,002,947.2	88.5%
加: 非经营性净资产价值	1,268,300.5	22.4%
减: 少数股东权益 (市值)	3,197.0	-0.1%
减: 债务价值	615,152.8	10.9%
总股本价值	5,652,897.8	100.0%
股本 (百万股)	9,600.0	
每股价值 (港元)	707.2	

资料来源: 光大证券研究所预测, 汇率: 1 港元=0.8326 人民币

表 17: 敏感性分析表

WACC \ 长期增长率	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
2.0%	736.7	683.0	637.1	597.4	562.8
2.5%	783.7	721.7	669.4	624.7	586.1
3.0%	840.3	767.6	707.2	656.3	612.7
3.5%	909.5	822.7	752.0	693.1	643.5
4.0%	996.3	890.3	805.7	736.8	679.5

资料来源: 光大证券研究所预测, 汇率: 1 港元=0.8326 人民币

### 6.3、投资建议: 维持“买入”评级

**增值服务方面**, 视频号打开微信游戏直播的窗口, 带动 PC、移动游戏收入的提升, 且做深微信社交网络, 增加订阅收入拓展空间; **网络广告业务方面**, “商业服务中台”概念全面整合广告业务, 视频号的信息流广告、朋友圈推广广告和互选广告给予新的增量空间; **金融科技业务方面**, 中国第三方支付市场持续扩张背景下, 视频号催化下小程序电商的发展也推动微信支付市场份额提高以及金融科技业务收入上的增加; **云服务业务方面**, 视频号提出更广泛的连接服务需求, 拓展腾讯云的业务空间。

我们认为视频号丰富完善了微信内容生态，打造了微信公私域流量“内循环”，将打开收入增量空间。但由于国内反垄断监管趋严，游戏业务基数较大导致增长不及预期等原因，我们下调公司 21-23 年 non-IFRS 归母净利润预测至 1,367.9/1,727.4/2,073.8 亿元（与上次预测 -11%/-7%/-7%），现价对应 29x/23x/19x PE。

因视频号目前仍处于商业化早期阶段，对腾讯现金流的贡献尚不稳定，因此我们认为使用相对估值法能更合理地体现其价值，故选取 SOTP 估值法结果，各业务的相对估值倍数为网络游戏/数字内容/网络广告的 22x/31.5x/20x PE，金融科技/云服务的 11x/10x PS，下调目标价至 715 港元（其中网络游戏/数字内容/网络广告/金融科技/云服务/投资分别贡献 234/69/79/173/57/104 港元），我们认为短期内腾讯盈利增速会下滑，但视频号对腾讯各类业务的积极影响将长期继续保持，维持“买入”评级。

表 18：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿人民币元）	3,773	4,821	5,780	6,915	8,152
营业收入增长率	21%	28%	20%	20%	18%
Non-IFRS 净利润（亿人民币元）	943.5	1,227.4	1,367.9	1,727.4	2,073.8
净利润增长率	22%	30%	11%	26%	20%
EPS（元）	9.77	12.66	14.06	17.72	21.23
P/E	42	32	29	23	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-10；汇率：按 1HKD=0.8326CNY 换算

## 7、风险分析

**1. 互联网监管风险：**互联网行业进入反垄断周期，若滥用垄断地位实施垄断行为，可能受此类监管影响。

**2. 数据隐私风险：**在用户数据使用和隐私保护上，全球的政策风向趋严。腾讯在用户数据的挖掘和使用上一直偏向保守，但未来商业价值的实现需要对数据进行合理利用，因此在商业化和隐私保护间需要积极平衡，以防止引发政策和舆论风险。

**3. 版权风险：**相关单位发布声明将对影视剪辑短视频发起维权行动，影视剪辑类短视频或面临版权诉讼的法律风险。

**4. 竞争加剧风险：**国内的短视频竞争可能加剧。此外，国内游戏研发与发行竞争加剧，可能对公司的竞争优势产生不利影响

## 财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,773	4,821	5,780	6,915	8,152
营业成本	2,098	2,605	3,169	3,752	4,463
利息收入	63	70	125	181	266
其他收益净额	197	571	500	500	500
销售及市场推广开支	-214	-338	-405	-484	-571
一般及行政开支	-534	-676	-811	-970	-1144
<b>经营利润</b>	<b>1,187</b>	<b>1,842</b>	<b>2,020</b>	<b>2,390</b>	<b>2,740</b>
财务成本净额	-76	-79	-80	-88	-95
分占联营公司及合营公司亏损	-17	37	23	30	38
除税前盈利	1,094	1,800	1,963	2,332	2,683
所得税开支	-135	-199	-253	-301	-346
<b>期内盈利</b>	<b>959</b>	<b>1,601</b>	<b>1,710</b>	<b>2,032</b>	<b>2,337</b>
<b>归母净利润(Non-IFRS)</b>	<b>944</b>	<b>1,227</b>	<b>1,368</b>	<b>1,727</b>	<b>2,074</b>

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

现金流量表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,486</b>	<b>1,941</b>	<b>2,680</b>	<b>3,125</b>	<b>3,610</b>
净利润	959	1,601	1,710	2,032	2,337
折旧、摊销	447	508	626	699	792
非现金营运资本变动	356	356	356	356	357
其他项目	-276	-524	-12	38	124
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,162</b>	<b>-1,820</b>	<b>-1,302</b>	<b>-1,470</b>	<b>-1,642</b>
固定及无形资产变动	-526	-613	-803	-961	-1,133
长期投资净变动	-335	-520	-	-	-
收购与剥离净现金	-150	-286	-500	-510	-510
其他	-151	-402	1	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>17</b>	<b>136</b>	<b>-3</b>	<b>-37</b>	<b>-69</b>
已付股利	-83	-103	-181	-215	-247
债务工具融资净现金流	230	445	130	130	130
回购现金流出	-10	-	-	-	-
其他融资活动	-119	-205	48	48	48
<b>净现金流</b>	<b>341</b>	<b>258</b>	<b>1,375</b>	<b>1,618</b>	<b>1,899</b>

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总资产</b>	<b>9,540</b>	<b>13,334</b>	<b>15,509</b>	<b>18,145</b>	<b>21,178</b>
现金类项目	1,821	2,238	2,903	4,521	6,421
应收账款	358	450	484	580	683
存货	7	8	9	11	13
其他短期资产	353	480	492	568	661
<b>总计流动资产</b>	<b>2,540</b>	<b>3,176</b>	<b>3,889</b>	<b>5,680</b>	<b>7,778</b>
固定资产	468	598	747	917	1,110
长期投资	2,136	2,976	3,476	3,976	4,476
其他长期资产	4,396	6,583	7,397	7,572	7,814
<b>总负债</b>	<b>4,652</b>	<b>5,554</b>	<b>6,152</b>	<b>6,923</b>	<b>7,818</b>
应付账款及票据	1,364	1,483	1,668	1,974	2,349
短期债务	227	142	222	302	382
其他短期负债	811	1,065	1,328	1,643	2,014
<b>总计流动负债</b>	<b>2,402</b>	<b>2,691</b>	<b>3,218</b>	<b>3,920</b>	<b>4,745</b>
长期债务	1,043	1,121	1,171	1,221	1,271
其他长期负债	1,207	1,742	1,762	1,782	1,802
<b>总股东权益</b>	<b>4,888</b>	<b>7,780</b>	<b>9,357</b>	<b>11,222</b>	<b>13,360</b>
股本与资本公积	353	488	538	588	638
留存收益	3,847	5,385	6,914	8,730	10,820
其他股东权益	128	1,167	1,165	1,163	1,161
少数/非控制性权益	561	741	741	741	741

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE