2016 年 5 月 17 日

睿智投资

# 腾讯控股(700 HK)

## 中国互联网社交龙头，具有稀缺性的长期投资标的

**中国社交流量霸主，拥有超强竞争力的互联网龙头：**公司为当前国内互联网社交龙头，业务涵盖游戏、互联网广告、在线视频、移动支付及互联网金融，旗下微信及 QQ 分别拥有 6.97 亿及 8.53 亿活跃用户，分别占据用户 16.9%级 10.2%的平均时长比例，加上旗下的腾讯视频、QQ 浏览器及腾讯新闻等客户端应用，整个腾讯系垄断超过 60%的用户时长，是国内当之无愧的流量霸主。公司自创立以来一直坚守用户体验优先原则，无论是 PC 时代打败 OICQ 及 MSN 的 QQ，还是在移动互联网时代打败 MIUI 及来往的微信，尽管不时面临商业化的压力，却始终没有放弃维护用户体验的红线。因此，绝佳的社交定位、对流量的高度垄断以及对卓越用户体验的追求，共同构成了公司超强的竞争力，为其长远业绩增长打下了坚固的基础。

**增长亮点——手游、移动广告及互联网金融：**我们认为 2016 年公司手游将重拾增速，继续维持市场领头地位，互联网广告则将随朋友圈和视频流媒体广告的推出而大放异彩。互联网金融服务作为下一个风口，公司已通过移动支付及在线理财等应用提前布局。截止 15 年年底公司已拥有约超过 3 亿绑定银行卡的移动支付用户，而 16 年春节期间通过微信支付收发的红包数量超过 320 亿，同比增长 9 倍。总体而言，良好的业务组合及多样化内生增长点将为公司带来持续不断的业绩增长。

**积极合理的外延式扩张，维持公司持久竞争力及业绩增长：**公司一向以“连接用户需求”为投资并购导向，专注于互联网垂直领域细分龙头及优质内容，而且多以投资加流量输出为主要方式。这种既积极又合理的布局方式，一方面不会对上市公司业绩造成重大压力，不会轻易改变本身“轻资产高盈利”的商业形态，另一方面又赋予被并购方资金、流量以及自由决策权。当所培育的业务进入良性循环，其布局所支付的代价将会以流量变现的形式反哺公司本身。因此，公司这种积极合理的布局策略，有助其流量变现，同时也将为未来增长打下基础。

**首次覆盖，买入评级：**我们预计,公司 2016 至 2018 年收入将分别达到 1,336 亿、1,704 亿及 2,110 亿元，年均复合增速为 27%，2016 至 2018 年净利润分别为 391.2 亿、496.7 亿及 614.9 亿元，年均复合增速达 23.8% 。我们认为只要流量继续存在，且没有新的平台能够取代微信及 QQ 的垄断地位，则公司就将有不断地在货币化手段上进行探索及试错的空间。因此，我们对公司最终实现多元化的业绩增长具有信心，给予公司目标价为 192 港元，首次评级为买入。

### 财务资料

| （截至 12 月 31 日） | FY14A | FY15A | FY16E | FY17E | FY18E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业额（百万元人民币） | 78,932 | 102,863 | 133,611 | 170,434 | 210,968 |
| 调整后净利润（百万元人民币） | 24,224 | 32,410 | 39,121 | 49,674 | 61,490 |
| 经调整后每股盈利（元人民币） | 2.6 | 3.4 | 4.1 | 5.3 | 6.5 |
| 市盈率（x) | 52.1 | 43.4 | 31.9 | 25.1 | 20.3 |
| 每股净资产 | 8.9 | 13.1 | 16.9 | 21.9 | 28.0 |
| 市帐率(x) | 15.1 | 10.2 | 7.9 | 6.1 | 4.8 |
| 股息率（%） | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| 权益收益率（%） | 29.1 | 23.8 | 25.1 | 24.7 | 23.9 |

*来源: 公司及招银国际研究部*

## 买入 (首次覆盖)

| | |
|---|---|
| 目标价 | HK$192 |
| 潜在升幅 | +20.1% |
| 当前股价 | HK$159.9 |

蔡浩
(852) 37618776
simontsoi@cmbi.com.hk

TMT

| | |
|---|---|
| 市值(百万港元) | 1,504,238 |
| 3 月平均流通量（百万港元） | 2,476 |
| 5 周内股价高/低（港元） | 167/124 |
| 总股本（百万） | 9,404 |

*资料来源：彭博*

**股东结构**

| | |
|---|---|
| Naspers Limited | 33.5% |
| 马化腾 | 8.82% |

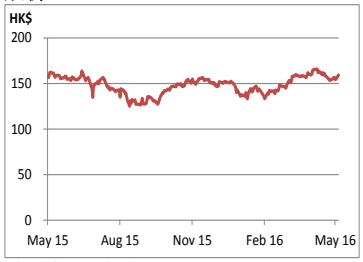
*资料来源:联交所*

**股价表现**

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|---|---|---|
| 1-月 | -6.2% | 1.4% |
| 3-月 | 12.2% | 7.7% |
| 6-月 | 1.9% | 15.7% |

*资料来源：彭博*

**股价**




*资料来源：彭博*

**审计师：普华永道**

**公司网站：** www.tencent.com

公司发展历史 ..... 3

业务分析 ..... 4

核心平台 ..... 4

收入结构 ..... 5

核心竞争力 ..... 8

增长亮点 ..... 10

财务分析 ..... 17

收入及盈利预测： ..... 17

运营及财务分析： ..... 18

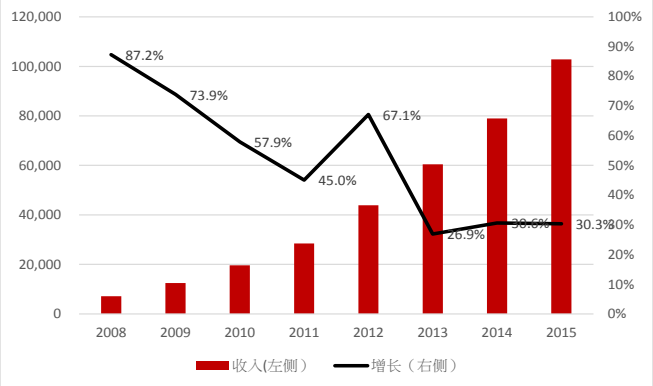
估值： ..... 21

风险： ..... 23

# 公司发展历史

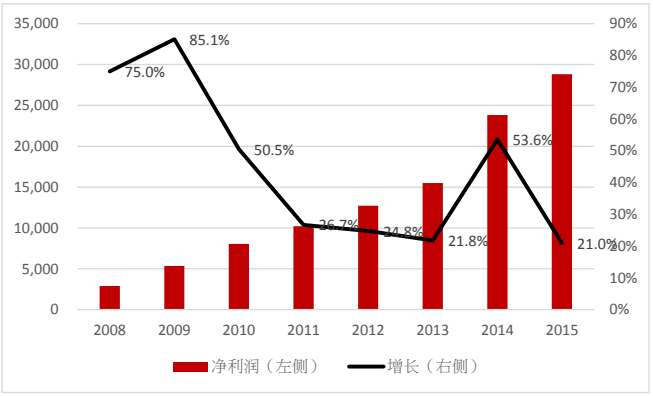
公司为国内互联网行业的龙头企业，总部位于中国深圳，于 2004 年 6 月 16 日在香港上市，业务涵盖游戏、互联网广告、在线视频、移动支付以及互联网金融等。公司旗下拥有即时移动通讯工具 QQ 及微信，覆盖国内近 8 亿网民用户，是中国具有垄断地位的社交平台。根据 2015 年全年财务数据显示，公司总体收入同比增长 30.3%至 1028.6 亿元人民币（下同），是上市以来首次收入超千亿的财务年度，超越国内互联网同业阿里巴巴及百度；经营利润率较去年同期提升 0.8 个百分点至 39.5%，归属股东净利润 288.06 亿，若剔除股权酬金等非现金支出后经调整净利润同比增长 33.8%至 324.1 亿，调整后净利润率达 31.5%。

**图一：2008-2015 年公司收入规模及增长（人民币千元）**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

**图二：2008-2015 年公司净利润及增长（人民币千元）**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

除内生业务的发展,公司在投资与并购领域也非常成功。从 13 年至今，公司投资数十项互联网相关公司，其中包括著名的出行应用滴滴打车、电商巨头京东、本地信息服务提供商大众点评（现新美大）等。这些被公司参投或领投的企业，通过连接微信或 QQ 平台的流量，配合融资所得资金，获得了快速增长，部分更成为了行业龙头。通过这种外延扩张，公司在 BAT 大战中占领了大部分的流量入口，同时也从投资标的的成长中获得了流量的变现。

**图三：2013-2015 年公司重要投资与并购信息**

| 时间 | 标的 | 股权比例 | 投资总额 |
|---|---|---|---|
| 2013年4月 | 滴滴打车（B轮） | | 1500万美金 |
| 2013年9月 | 搜狗 | 收购合并 | 4.48亿美金 |
| 2014年11月 | 华谊兄弟 | 8.08% | |
| 2014年12月 | 滴滴打车（D轮） | | 总投资7亿美金（腾讯参投） |
| 2014年1月 | 华南城 | 9% | 15亿美金 |
| 2014年1月 | 滴滴打车（C轮） | | 3000万美金 |
| 2014年2月 | Snapchat | | 6000万美金 |
| 2014年2月 | 大众点评 | 20% | 4亿美金 |
| 2014年3月 | CJ Games | 28% | |
| 2014年3月 | 京东 | 15% | 2.14亿美金 |
| 2014年4月 | Weeby | | 3500万美金 |
| 2014年4月 | 猎豹移动 | 16.50% | |
| 2014年6月 | 同程旅游 | 15% | |
| 2014年6月 | 58同城 | 19.90% | |
| 2014年8月 | 万达电商 | 15% | 总投资50亿（腾讯参投） |
| 2014年9月 | 华南城 | 13% | 115亿港元 |
| 2014年9月 | 中石化 | 2.80% | |
| 2015年11月 | 知乎（C轮） | | 5500万美金（腾讯参投） |
| 2015年1月 | 饿了么（E轮） | | 3.5亿美金（腾讯参投） |
| 2015年1月 | 易车网 | 3.30% | 1.5亿美金 |
| 2015年1月 | 易鑫资本 | 26.60% | 1.5亿美金 |
| 2015年2月 | 盛大文学 | 收购合并 | |
| 2015年5月 | Glu Mobile | 14.60% | 1.26亿美金 |
| 2015年5月 | Pocket Games | | 6000万美金 |
| 2015年6月 | 马斯葛 | | 7.507亿美金 |
| 2015年8月 | 人人车（C轮） | | 8500万美金（腾讯参投） |
| 2015年8月 | 富途证券（B轮） | | 1000万美金（腾讯参投） |

*资料来源：公司资料，招银国际研究*



敬请参阅尾页之免责声明

# 业务分析

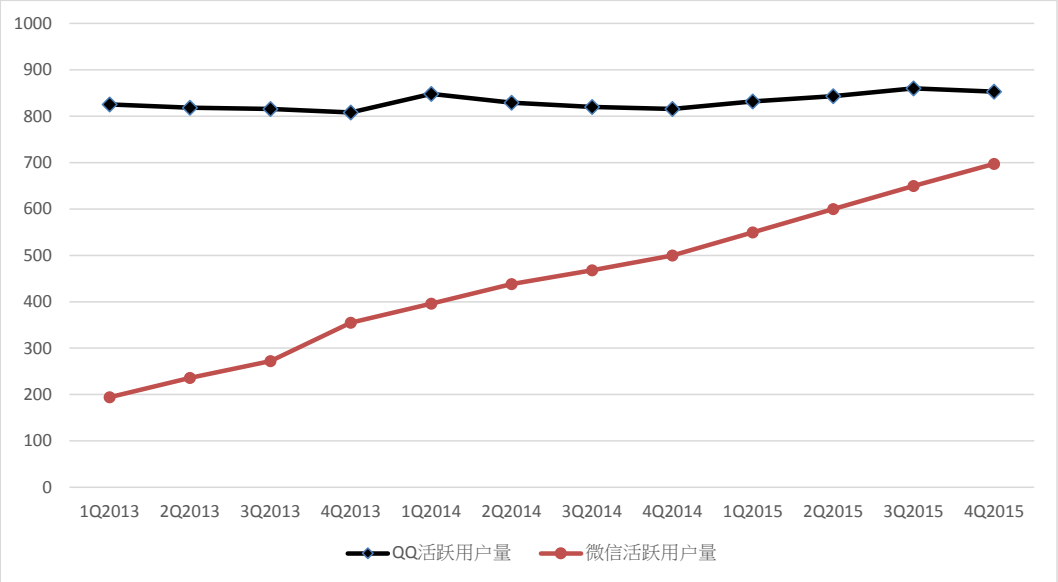
## 核心平台

QQ 是公司于 1999 年 2 月开发的一款基于 Internet 的即时通信软件，支持在线聊天、视频通话、点对点断点续传文件、共享文件、网络硬盘、自定义面板、QQ 邮箱等多种功能，并可与多种通讯终端相连。目前 QQ 已经覆盖 Microsoft Windows、OS X、Android、iOS、Windows Phone 等多个主流平台，在全国范围内拥有 8.53 亿月度平均活跃用户（MAU），其中手机 QQ MAU 也达到 6.41 亿。

QQ 空间（QZone）是公司于 2005 年开发出来的一个具有博客功能的用户个性空间平台。用户可以在 QQ 空间上书写日志、上传个人图片、听歌、写心情，通过多种方式展现自我。除此以外，用户可以根据个人偏好设定空间背景和挂件等，使得每个空间都具有用户自我特色。截至 2015 年年底，QQ 空间 MAU 达 6.4 亿，移动 MAU 5.73 亿。

微信是公司于 2011 年 1 月 21 日推出的一款兼容 S60v3、S60v5、S40、BlackBerry、Windows Phone、Android 以及 iOS 平台的实时通讯软件，其面对智能手机用户，通过客户端提供好友分享文字与图片，也有贴图，并支持分组聊天和语音、影片对讲功能，广播（一对多）讯息，相片/影片共享，位置共享，信息交流联系，微信支付、理财通，游戏等服务，并有共享串流媒体内容的 Feed 和基于位置的社交外挂模块“摇一摇”、“漂流瓶”。微信支持多种语言，以及手机数据网络。用户可拍摄相片和增加装饰艺术滤镜，字幕，传送到个人相片日志，并行出给「朋友圈」，功能类似 Instagram。用户可在联络人列表中选择联络人，向/从基于云服务的数据备份和取消复原保护用户通讯录数据。当前微信 MAU 达至 6.97 亿，70%为国内年轻用户，汇聚公众账号超千万，企业账号 65 万，并在全国 16 个省 78 个城市上线公共服务，微信支付累计绑卡用户超 2 亿，接入线下商户门店超过 20 万家，在 2016 年春节除夕当日收发红包 80.8 亿个，是目前国内当之无愧的社交网络平台龙头。

**图四：2013Q1-2015Q4 公司主要平台用户运营数据（单位：百万）**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

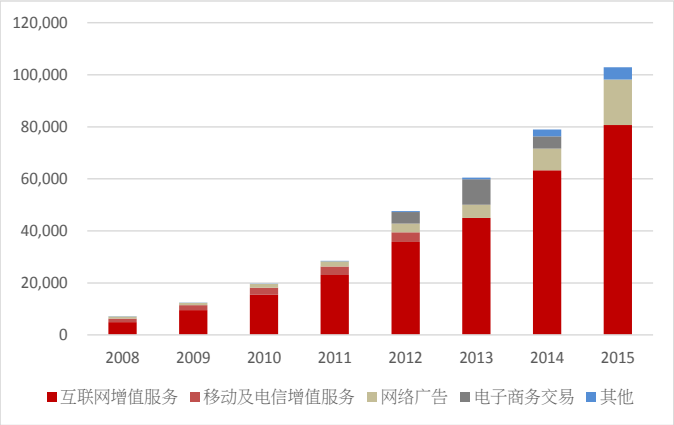


敬请参阅尾页之免责声明

## 收入结构

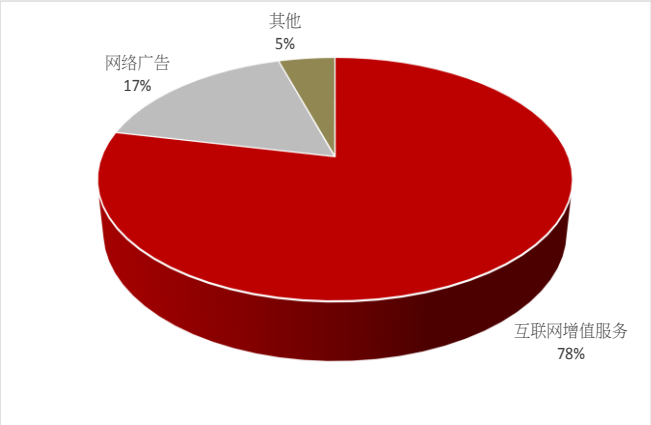
当前公司收入主要由互联网增值服务、网络广告及其他（包括移动支付及互联网金融业务）构成，原有移动及电信增值服务和电商业务已分别于 2014 年及 2015 年剥离。

**图五：2008-2015 年收入结构变化（百万人民币）**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

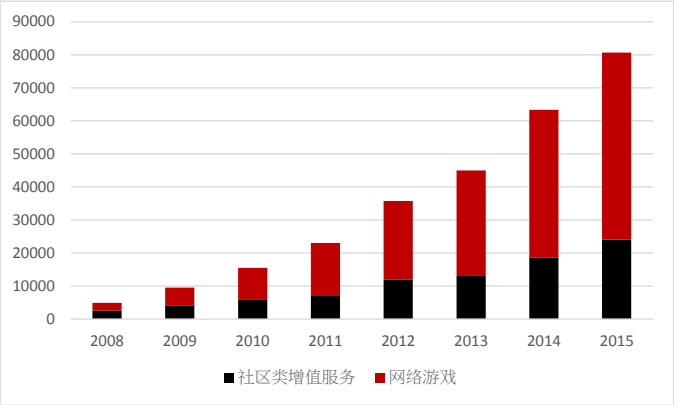
**图六： 2015 年各分部业务收入占比**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

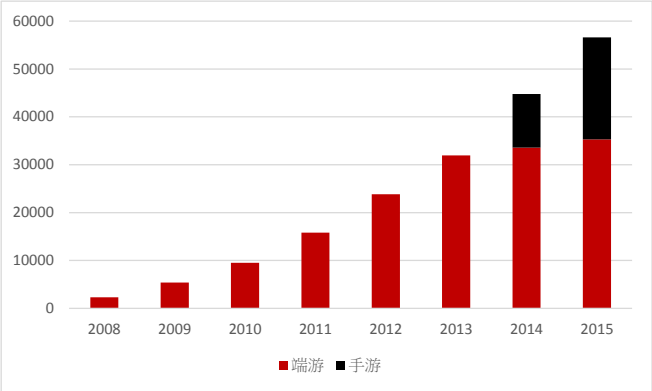
**互联网增值服务：**包括社区类增值服务（用户数字内容订阅、QQ 会员购买服务及道具所产生的收入）及网络游戏业务（包括 PC 端及手机游戏收入）。2015 年全年，互联网增值服务收入同比增长 27%至 806.7 亿元，其中网游业务收入同比增长 26%至 565.9 亿元，社区增值服务收入同比增长 30%至 240.8 亿。网游业务中端游因行业发展趋缓同比增长仅 5.16%至 352.9 亿元，而手游业务则继续保持高速成长，总体收入达 213 亿，占公司网游总体收入的 55%。

**图七： 2008-2015 年互联网增值收入结构（百万人民币）**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

**图八： 2008-2015 年网游收入结构图（百万人民币）**



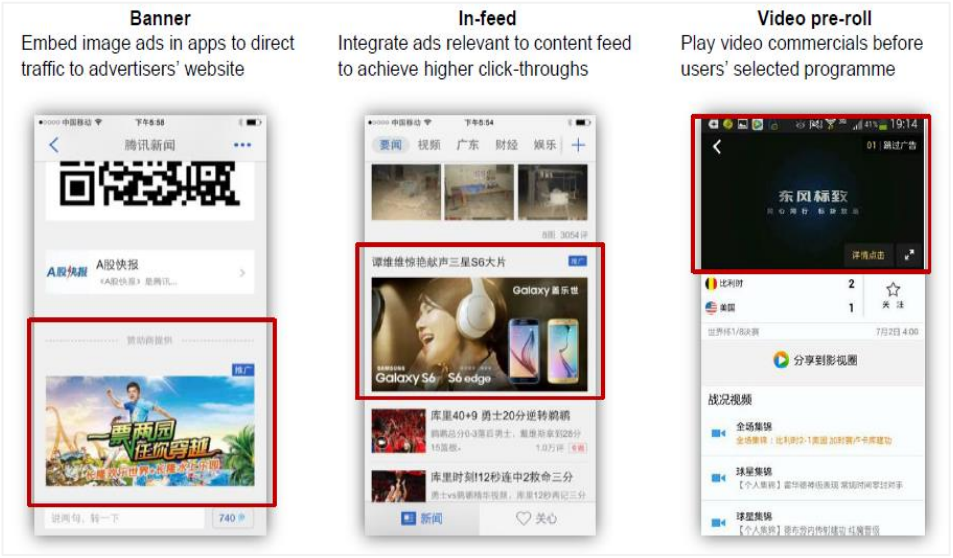

*资料来源：公司资料，招银国际研究*

**网络广告：**效果广告，主要展现形式为 QQ 空间手机版面广告、微信公众号广告及微信朋友圈广告服务等，广告形式可以细分 CPC（Cost Per Click）及 CPA（Cost Per Action）。品牌广告，主要展现形式为腾讯视频及腾讯新闻的流媒体广告以及 QQ.COM 传统横幅广告等，广告形式分别为 CPD（Cost Per Day）及 CPM(Cost Per MilLe)等两种形式。2015 年公司网络广告总体收入同比增长 110%至 174.7 亿元，超过 65%来自于移动平台。其中效果广告收入增长 172%至 86.9 亿，品牌广告收入增长 72%至 87.8 亿。



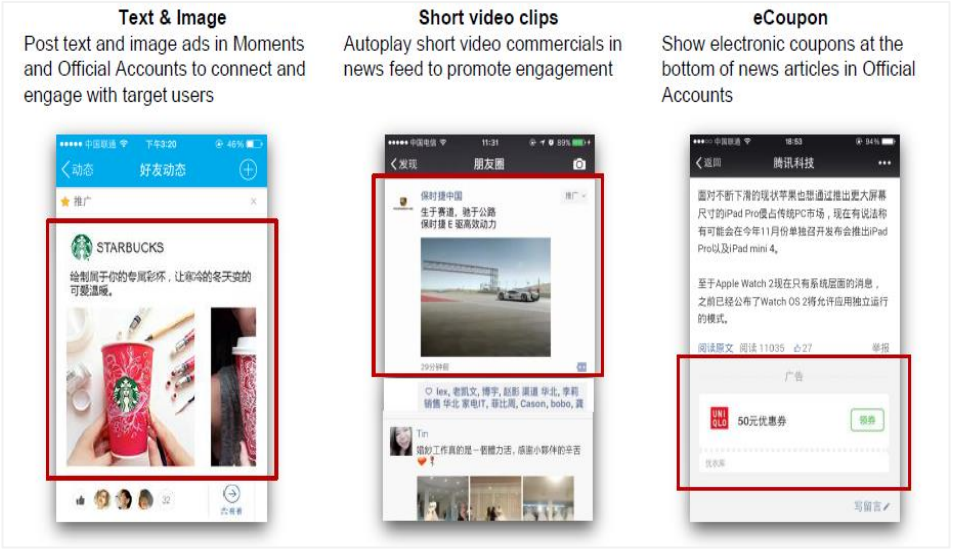
敬请参阅尾页之免责声明

**图九：品牌广告形式——QQ.COM+腾讯新闻客户端+腾讯视频**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

**图十：效果广告展现形式——QQ 及 QQ 空间+微信即时通讯及朋友圈**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

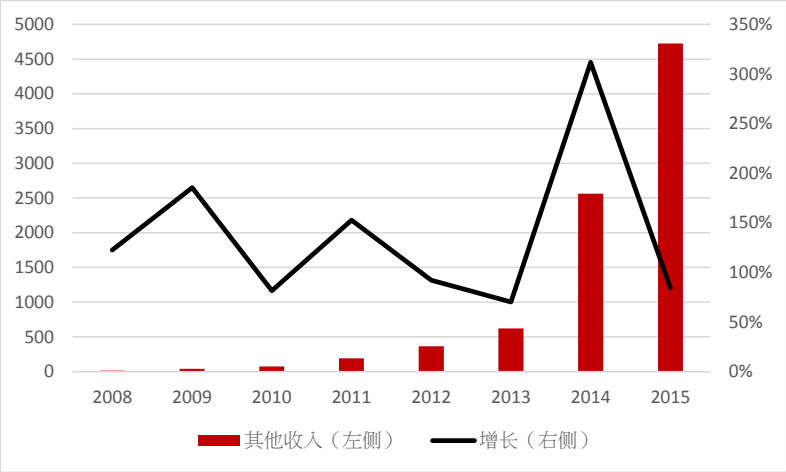
**其他收入：**主要来自于移动支付业务所产生的手续费，15 年全年其他收入规模为 47.3 亿元，占公司总体收入 5%。

**“京腾计划”——**由于缺乏电商基因及运营能力，公司于 2015 年一季度将原自有电商业务剥离，其收入合并至其他收入分列。随着与合作伙伴京东(JD US)的关系日益密切，公司已经放弃原易迅及拍拍等电商业务，采用给京东导流的形式来面对行业巨头阿里巴巴的碾压。京东和公司于 2015 年 10 月 17 日召开了发布会，表示双方将打造“互联网+”时代的电子商务模式，共同推出名为“京腾计划”的战略合作项目。京腾计划其中的一项主要产品是名为“品商”的创新模式生意平台，专注于为品牌商家提供包含了“精准画像”、“多维场景”和“品质体验”等等的营销解决方案。根据这一计划，公司为京东网购开放了微信及手机 QQ 一级平台，同时在多个用户平台上给予京东以流量支持。根据 2015 年第二季度京东的运营数据显示，京东新增用户超过 20%来自于微信及手机 QQ，来自于微信的订单中约 70%来自于朋友圈引流。



敬请参阅尾页之免责声明

图十一：2008-2015 年其他收入规模及增长(百万人民币)




*资料来源：公司资料，招银国际研究*



敬请参阅尾页之免责声明

# 核心竞争力

**核心竞争力 1：绝佳定位，得流量者得天下**

公司以社交为核心定位，既是公司走向成功的关键，也是其最核心的竞争优势。

即时通讯软件是互联网行业的基础，整个互联网世界的起源就是来自于用户间的互通有无，网络通过连接彼此从而满足用户跨越时空的沟通需求。而在满足通讯功能的条件下，用户之间产生了“网络效应”，用户需求开始细分—用户间交流、用户群体间的讨论、用户自我的实现以及用户对于内容的获取逐步构成了原始的社交需求。由于社交具有网络效应，因此用户间交流的平台特别容易出现巨大流量的垄断平台，从过去 20 年国内外科技与互联网发展历史来看，**谁满足了用户的社交需求，谁就有可能统治最大规模的用户群体。**公司自诞生以来就一直以即时通讯软件为基础，以社交平台为核心的发展定位。公司主席马化腾对于互联网的理解就是“促进信息沟通，使得信息交流和获取的效率更高但成本更低。”正是定位于社交这一战略，实际上为公司带来真正的长期价值——当前两个社交网络顶级平台 QQ 及微信分别拥有超过 8 亿及 7 亿的用户规模，为公司游戏、广告业务带来源源不断的客户，也为未来的互联网金融业务打下了基础。

**核心竞争力 2：坚守用户体验红线，战略执行到位**

在中国互联网发展史上并非只有腾讯一家定位于社交平台的企业，在社交这一领域内的竞争可谓是腥风血雨。2000 年腾讯 OICQ 刚刚席卷全国之时，国际即时通讯软件的领先者 ICQ 就已经进入中国，并用一纸律师函迫使刚刚打下知名度的 OICQ 改名 QQ。经过 5 年的竞争，当年的 ICQ 依然是一款简单的即时通讯软件，另一家业内巨头 MSN 也在国内四处碰壁，并非原创的 QQ 同时在线用户由最初的 10 万增至 1000 万，用 4 年时间达到 100 倍的成长创造这一中国奇迹的其中一个最主要基因就是在于公司一直所坚持的“以用户体验为中心”原则。当时的国际巨头 ICQ 只在乎市场份额，却迟迟不推出汉化版本，后来者 MSN 定位高端而没有本土化思维，用户密码设置特别繁琐体验极其不佳，且界面缺乏个性化设计。相比之下，QQ 却发现用户在实现通讯的基础功能以后，还有更多的个性化需求，针对用户的体验，更为本土化的 QQ 客户端不断改版更新，最终使得 QQ 成为了在中国被使用次数最多的通讯软件，而 ICQ 和 MSN 则最终被迫退出市场并走向衰亡。时至今日，年轻的微信同样坚守 QQ 当年对于用户体验为中心的基础原则，因此无论是具有先发优势的 MIUI，还是拥有阿里巴巴做后盾的来往，最终都无法在用户体验上超越微信，而微信则以接近 7 亿的 MAU 成为了名副其实的中国移动互联网社交之王。

与互联网同业相比，腾讯的定位和产品原则不仅正确，而且贯彻到位。百度作为国内最大的搜索引擎服务提供商，拥有数个月活过亿 APP 的互联网巨头，却没有切实保护用户的利益；阿里巴巴持有庞大的财务资源，统治着淘宝及天猫两个最大的电商平台，同样无法杜绝假货和刷单的泛滥；而到目前为止，微信和 QQ 依然保持着轻量化小清新的产品风格，无论是广告、游戏还是其他衍生服务都坚守保护用户体验的红线。

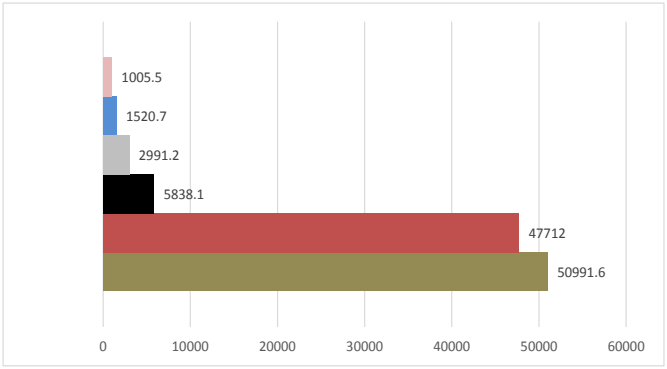


敬请参阅尾页之免责声明

**核心竞争力 3：垄断社交流量，占据用户时长**

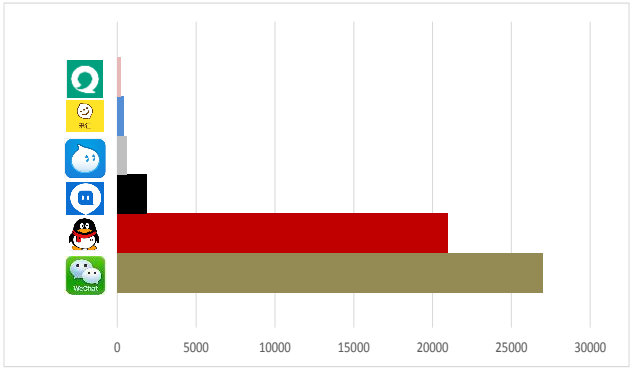
公司拥有当前国内最大规模的活跃用户，是互联网行业最宝贵的核心资产。根据艾瑞咨询行业统计数据显示，2015 年第三季度中国移动社交通讯行业格局基本稳定，微信和 QQ 稳占前二，远远超过排名第三及第四的陌陌及阿里旺旺。而从日均平均活跃用户量的维度来看，微信和 QQ 是移动互联网中少数能拥有超过 2 亿日均用户覆盖的社交平台，这充分证明了公司在获取用户领域内的极大成功，而且用户都在平台上都保持了较高的活跃度。

**图十二：15 年 Q3 中国移动社交平台月度平均覆盖人口数据统计（单位：万）**




*资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究*

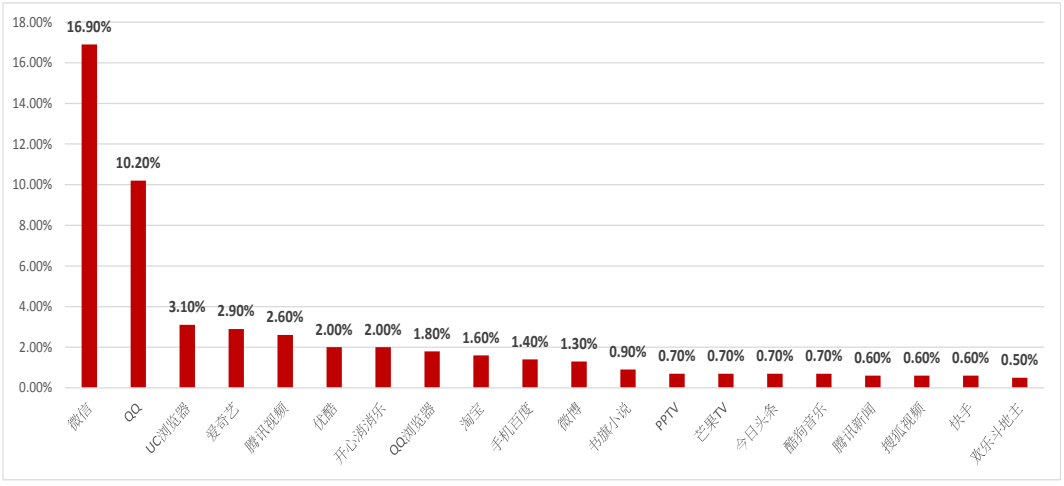
**图十三：15 年 Q3 中国移动社交平台日均覆盖人口数据统计（单位：万）**




*资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究*

微信和 QQ 基本上统治了中国互联网社交领域，不仅获得大量用户，而且占领了用户最大时长，成为了最具有粘度的互联网及移动互联网应用。而从 15 年三季度的移动应用用户时长占比来看，前 20 名应用占据移动用户上网时间的 52%，其中公司旗下的微信和 QQ 分别占领用户 16.9%级 10.2%的平均时长比例，是粘性最为强大的两个移动应用。除此以外，公司旗下的腾讯视频、QQ 浏览器及腾讯新闻等客户端应用也分别占领相当的用户时长。总体而言，腾讯系贡献约 60%的用户时长，足见公司在用户粘性上的强大。

**图十四：2015 年 Q3 中国移动应用用户时长占比前 20 名**




*资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究*



敬请参阅尾页之免责声明

## 增长亮点

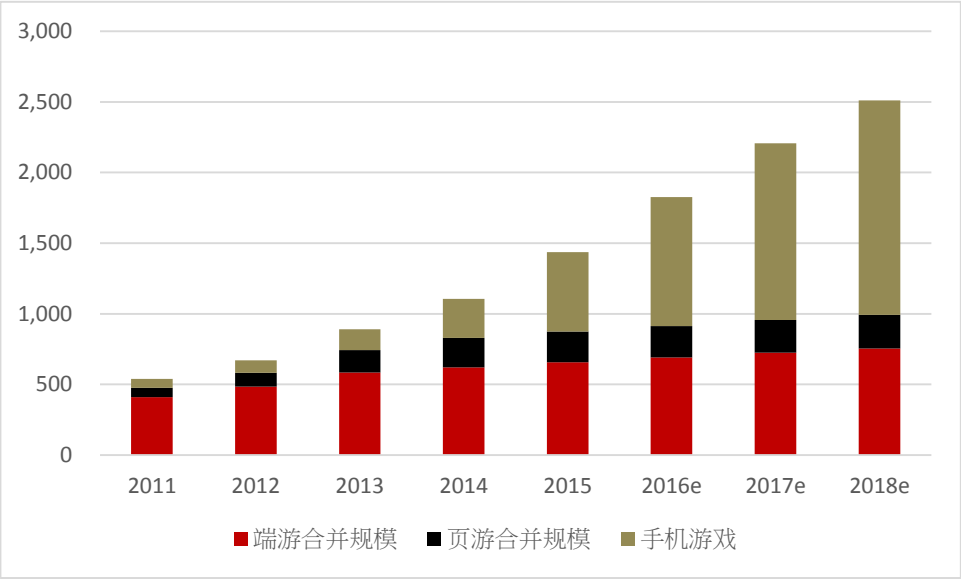
**内生增长——手游、广告以及布局中的互联网金融**

手游及广告业务为公司当前内生增长的主要方向，而互联网金融则仍在布局阶段。经历 PC 互联网及移动互联网的时代变革，公司长期保持非常良好的业务组合。PC 时代的社区增值服务曾经是公司的现金流业务，随着 QQ 会员的增长端游业务逐步取代社区增值服务成为现金流业务，而到了移动互联网时代，微信和 QQ 平台为手游及广告建立了良好用户基础。2014 年全年公司手游逐步取代端游成为游戏收入增长亮点，而互联网广告则随着朋友圈和视频流媒体广告的推出大放异彩。

**手游将继续维持行业统治地位：**15 年公司游戏收入达到 565.9 亿元，同比去年增长 26.43%。其中手游收入增长 53%至 213 亿元，占比上升至游戏收入的 37.6%，也成为游戏业务增长的主要动力。依托于应用宝在应用分发市场保持的一席之地和社交产品的庞大用户基数，公司在手游渠道上的强势优势地位依然难以撼动。

公司在 15 年进一步加强 IP 布局，通过腾讯互娱覆盖文学、音乐、影视、动漫等关键领域，力图释放全产业 IP 价值，如近期推出的改编自日本经典动漫的《火影忍者》，同时增加中重度手游，如《王者荣耀》，包括挖掘端市场的经典 IP 产品将其手游化，如《热血传奇 2》、《穿越火线 1》等。其原因主要在于：1）一些产品在 PC 时代运营多年，已经成为玩家心目中的经典，累积大量用户，使得用户获取成本相对较低，投放市场后成效更快；2）中重度手游虽然用户花费时间不及休闲类，但是具备较高的 ARPU 值和较高的黏性，可以沉淀出更多资深玩家；3）中重度手游对开发和运营具备更高的要求，形成技术壁垒。根据 GPC（中国音数协游戏工委）排名，公司在下半年重拾上半年缺失的中重度手游市场，依靠其产品重新占据手游收入前十名的多数位置。

**图十五：2011-2018 年中国网络游戏市场规模统计及预测（亿元人民币）**




*资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究*

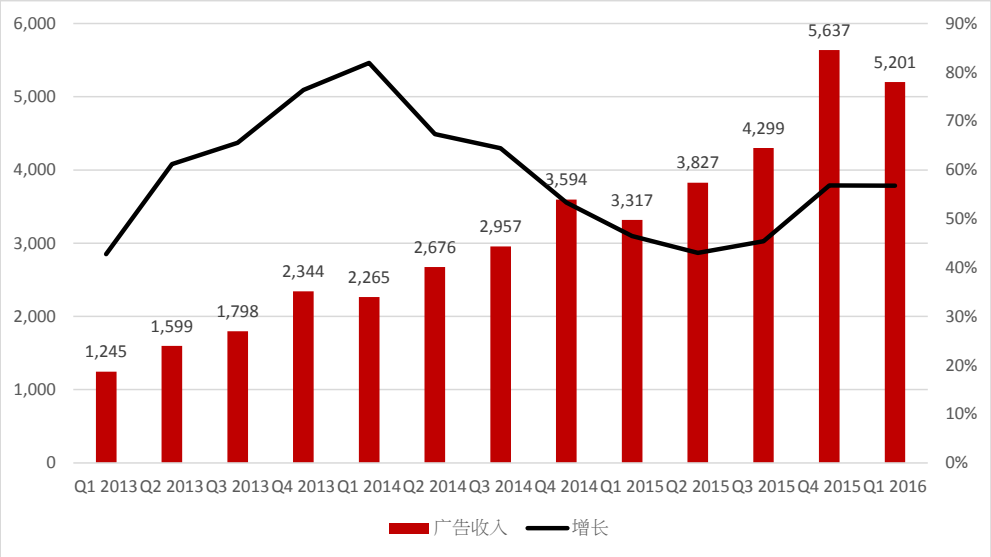
**精准投放的广告形式将成为 16 年公司网络广告业务带来增长动力：**15 年对于互联网广告行业而言有特殊意义，因为全球互联网流量霸主 Facebook 广告收入增长加速狂奔，归因于 Facebook 于 14 年所推出的 NEWSFEED 精准投放广告大获成功，其风头一度使得另一个互联网广告霸主 Google 黯然失色。Facebook 通过对用户特征的详尽分析，为广告主量身定制效果广告并于 Facebook 页面滚动投放，这些广告通过精确的用户偏好匹配，高度契合用户



敬请参阅尾页之免责声明

的需求及潜在需求，在用户体验和广告价值上取得了很好的平衡，为 Facebook 带来了巨大收益。

**图十六：Facebook 全球广告收入统计（单位：百万美元）**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

**图十七：Facebook Newsfeed 广告展示**

*资料来源：公司资料，招银国际研究*

针对这一互联网广告新趋势，公司于 14 年年底也开始尝试在朋友圈内为企业提供定制效果广告，但坚守用户体验优先的腾讯依然在不断地改良用户偏好回归模型，尝试着学习国际模式进而打开移动广告这一巨大的市场。



敬请参阅尾页之免责声明

**图十八：微信朋友圈广告展示**

*资料来源：公司资料，招银国际研究*

15 年公司广告收入达到 174.7 亿元，占整体收入比重上升至 17%。其中，来自于腾讯视频、腾讯新闻等平台的品牌展示类广告收入增长 72%至 87.8 亿元，而来自于 QQ 空间、微信公告号和微信朋友圈的社交效果类广告收入增长 172%至 86.9 亿元。

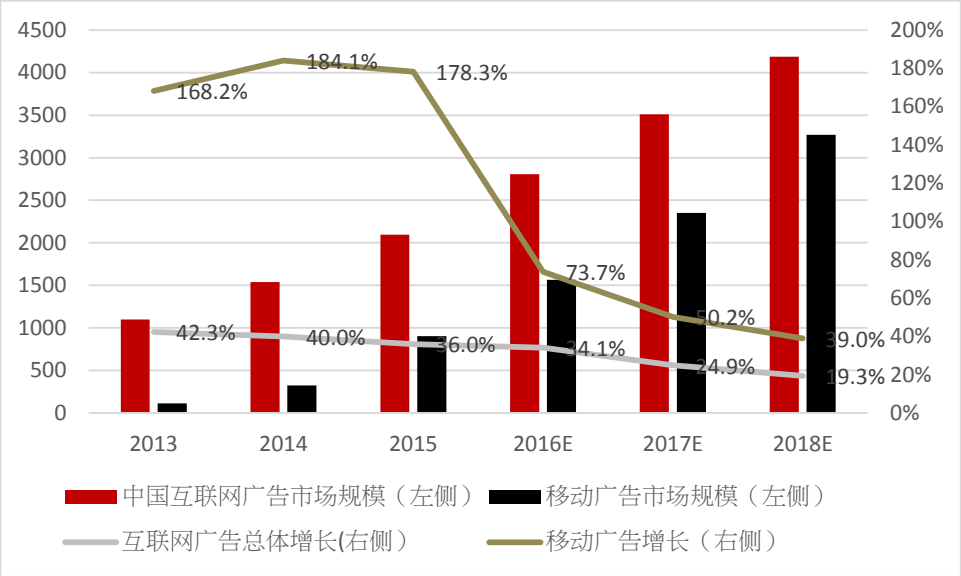
公司在视频、音乐等媒体平台内容建设上进一步深化，通过买断优质传媒内容的网络播放版权，如《中国好声音》，加强与 NBA、华纳、HBO、华纳、派拉蒙等海外优秀内容提供商的合作，不断培育新的自制内容，使得依托于社交产品的海量流量能够顺利导入到这些平台上，从而让平台保持变现能力；另一方面，P4P 类广告收入的高速成长，展现出以 QQ 和微信为核心的社交产品强大的货币化能力。

截止到 2015 年第四季度，QQ 和微信的 MAU 已经达到 8.53 亿和 6.97 亿人，在用户数增长即将接近天花板之际，我们认为，在短期内不可能出现替代性产品的前提下，如何确定广告主需求和用户体验的平衡点，将成为公司一个重要的考量点。实际上，公司基于可以直接获取的海量用户习惯积累而成的大数据资源，使得一对一的广告投放具备难以替代的精准性和有效性，而逐步开放的朋友圈广告和微信公众号广告，从当前来看已经将产品本身的社交性和广告的商业性较为成功的融合。公司宣布将放低广告主门槛，而即将推出企业微信与微信企业号，将进一步细化社交产品品类，丰富公司产品生态，使得产品具备更为强劲的货币化空间和潜力。



敬请参阅尾页之免责声明

**图十九：中国互联网广告市场规模预测（单位：亿元人民币）**




*资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究*

**下一个风口，互联网金融：**对于整体经济而言，金融行业是其血液，消费则是催动金融血液流动的主要推动力。人们消费的过程形成了支付，而能让这个过程变为方便而快捷则能够吸引更多的消费者，从而形成用户支付习惯。在支付宝和腾讯支付等第三方支付平台成功过后，BAT 逐渐布局金融产品刺激消费者放大消费杠杆，金融产品如余额宝、微信红包和京东白条随之衍生。

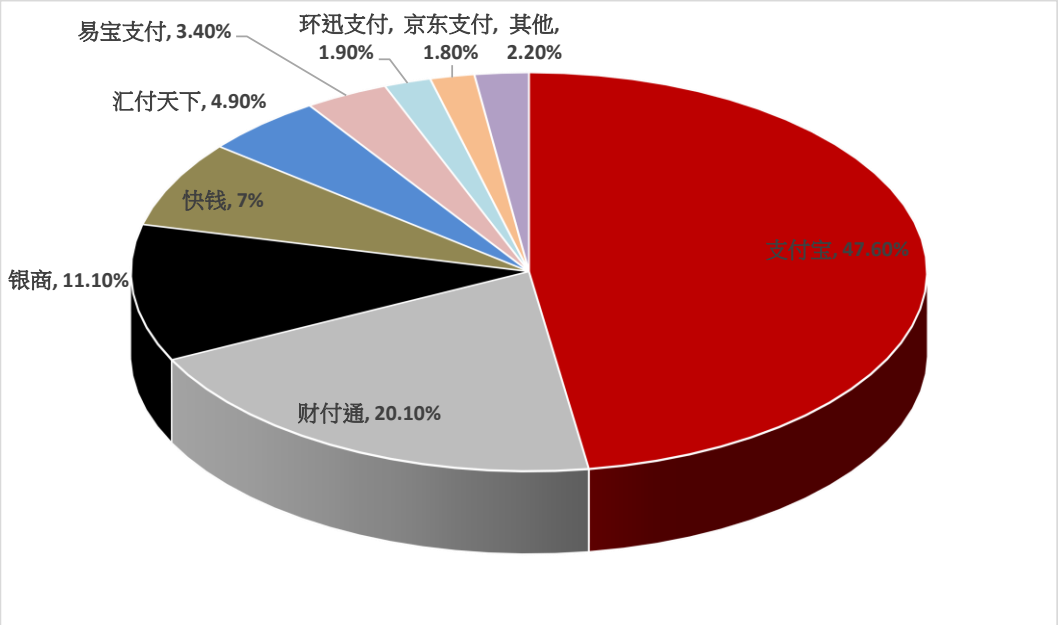
在拥有互联网基础的优势下，BAT 在互联网金融的布局已经逐渐成型，互联网金融也已经逐渐侵蚀传统金融业务，而未来将会成为消费者花钱和投资的首选入口。互联网金融的发展虽然迅猛但也充满坎坷，一方面面临传统系统的制约，另一方面也遇到了政策的阻碍，但在用户体验、成本效益以及影响力上，互联网金融已经成为现今行业的发展趋势。BAT 挟带海量用户侵蚀金融领域，小米、华为及乐视也通过用户粘性发展自身金融业务，传统银行则纷纷借助互联网技术以求挽回被掠夺的市场份额。

早在 2014 年，微信理财通公测，同年阿里腾讯推出第一张网络虚拟信用卡，微信红包诞生，京东白条引发行业关注。到了 2015 年腾讯及阿里分别成立银行（微众及网商银行），而同年中國央行正式允许八家机构开展个人征信，阿里巴巴推出芝麻征信并公测，微信则推出了“微粒贷”并发放第一笔小微贷款。根据 CNNIC 行业监测数据显示，2015 年上半年网上银行用户规模突破 3 亿，而 14 年全年规模为 2.8 亿，13 年为 2.5 亿；网上支付用户规模突破 3.6 亿，14 年 3 亿，13 年仅 2.6 亿；网上炒股用户 5628 万，同比增长超过 40%。可以说，基于互联网技术所产生的金融需求正处于爆发的前夜，而各方诸侯都在积极筹备以进入这个继电商、游戏、广告及影视娱乐以后中国消费领域最大的市场。



敬请参阅尾页之免责声明

**图二十：2015 年三季度中国第三方互联网支付市场份额统计**




*资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究*

当前，腾讯在金融领域内的布局仍属初期阶段，以微信和 QQ 为入口，通过发派红包、线上和线下支付、转账等功能，已培育起以微信钱包为核心的一系列应用场景。15 年年底，公司已拥有约超过 3 亿绑定银行卡的移动支付用户，而 16 年春节期间通过微信支付收发的红包数量超过 320 亿，同比增长 9 倍。

在投资理财领域，公司拥有理财通及自选股平台；网络借贷领域，公司成立微众银行，通过与传统银行的合作，主打小额贷款，主动授信超过 3000 万人，累积发当贷款超过 200 亿元。虽然公司在线上金融领域的收入并不明显，也未释放出利润，但是我们认为公司通过对其不断拓展和优化，将进一步扩张其用户基数，在完善整体生态圈的同时，也可以为整个互联网金融在未来的发展做好铺设。

**图二十一、腾讯于互联网金融领域的布局**

*资料来源：企鹅智库，招银国际研究*

**图二十二、国内互联网金融各阵营布局**

| | 渠道 | | 基础业务 | | | 网络借贷 | | | | 股权类 | | 保险 | 交易所 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 理财保险销售 | 基金 | 技术 | 支付 | 征信 | P2P/P2B | 消费小贷 | 商户贷 | 银行 | 股票 | 股权众筹 | 保险 | 交易所 |
| 蚂蚁金服 | √ | √ | √ | √ | √ | 投资 | √ | √ | √ | √ | 投+筹 | 投资 | √ |
| 腾讯金融 | √ | √ | √ | √ | √ | | √ | √ | √ | √ | | 投资 | |
| 京东金融 | √ | √ | | √ | 筹备 | | √ | √ | | √ | √ | | |
| 小　米 | | √ | | √ | 筹备 | 投资 | √ | | 筹备 | 投资 | | | |
| 乐　视 | | 筹备 | | | | 投资 | | 筹备 | | | | | |
| 华　为 | | | √ | | | | | | | | | | |
| 百度金融 | √ | √ | | √ | 筹备 | | √ | | | | | | |
| 新美大 | √ | 筹备 | | | | | 筹备 | | | | | | |
| 58赶集 | √ | √ | | | | | √ | | | | | | |
| 携　程 | √ | √ | | | | | √ | | | | | | |
| 去哪儿 | √ | | | | | | √ | | | | | | |
| 滴滴出行 | | 筹备 | | | | | | | | | | | |

*资料来源：企鹅智库，招银国际研究*

**外延扩张：积极合理的外延式扩张，为流量变现打下坚实基础**

回顾 2015 年，中国互联网服务的垂直细分市场经历了从 BAT 跑马圈地后进入流量争夺战的激烈拼杀，而最终剩下的垂直应用各自又被 BAT 牵手联姻成为独当一面的细分巨头。掀起合并浪潮的首当其冲的是情人节当日公布的滴滴快的合并，此次合并铸造了目前国内最大出行平台。而两个月后 58 同程和赶集网的合并，让 58 同程稳定了分类信息门户行业的格



敬请参阅尾页之免责声明

局。OTA 龙头携程成为了艺龙和去哪儿的大股东，更加稳固了中国 OTA 龙头位置。大众点评与美团的合并也为团购市场的厮杀提供了一个中场休息的空间。回观各个细分市场激战中所剩下的生存者的联姻，背后均是 BAT 的撮合。一方面是为了让本身的投资得以保值，共同对抗外界的压力，如 Uber 等海外企业的入侵。但实质上中国市场经济下滑，同时 M&A 市场遇到了瓶颈，各方垂直细分的流量已经脱离高速增长期，这意味着未来客户留存的成本将会越来越高。服务成本的提升加上消费者对于服务和产品要求的提高，产品和服务的效率和质量将面临着重大考验。在这一轮战斗当中将会只有优质的大型企业得以继续存活，而流量巨头 BAT 们已经做好了稳定自己的流量格局的准备。

**图二十三：2015 年百度、阿里巴巴及腾讯的投资布局**

| | 日期 | 项目 | 金额/方式 | 类型 | 简介 |
|---|---|---|---|---|---|
| 百度 | 2015年2月 | 医护网 | 投资 | 020 | 就诊服务网站 |
| | 2015年4月 | 客如云 | 6600万美元 | 020 | 点餐平台 |
| | 2015年6月 | 糯米 | 200亿元 | 020 | 团购 |
| | 2015年6月 | 百姓网 | 投资 | 020 | 分类信息网 |
| | 2015年7月 | e袋洗 | 1亿美元 | 020 | 上门洗衣服务 |
| | 2015年4月 | 51用车 | 领投 | 交通 | 拼车软件 |
| | 2015年4月 | 天天用车 | 领投 | 交通 | 顺风车出行软件 |
| | 2015年2月 | 神奇工厂 | 1亿美元 | 其他 | 智能终端公司 |
| | 2015年6月 | popin | 投资 | 其他 | 日本广告公司 |
| | 2015年5月 | Taboola | 数百万美元 | 工具 | 美国内容推荐平台 |
| | 2015年6月 | 华视互联 | 0.7亿元 | 工具 | 公交WiFi平台 |
| | 2015年6月 | 16WiFi | 1亿元 | 工具 | 公交WiFi运营商 |
| | 2015年2月 | 沪江网 | 1亿美元 | 教育 | 在线教育平台 |
| | 2015年4月 | Tonara | 领投 | 教育 | 以色列音乐教育公司 |
| | 2015年6月 | 星美控股 | 1.5亿港元 | 文化 | 传统院线公司 |
| | 2015年3月 | 优信拍 | 1.7亿美元 | 电商 | 二手车交易平台 |
| | 2015年9月 | 蜜芽 | 领投 | 电商 | 母婴电商 |
| | 2015年10月 | 我买网 | 2亿美元 | 电商 | 食品电商 |
| 阿里巴巴 | 2015年9月 | 58到家 | 投资 | 020 | 互联网生活服务品牌 |
| | 2015年9月 | 点我吧 | 3亿元 | 020 | 外卖服务 |
| | 2015年6月 | 粤科软件 | 8.3亿元 | 其他 | 软件工程 |
| | 2015年9月 | One97 | 5.75亿美元 | 其他 | 手机增值服务提供商 |
| | 2015年3月 | 光线传媒 | 24亿元人民币 | 文化传媒 | 传媒娱乐集团 |
| | 2015年6月 | 第一财经 | 12亿元人民币 | 文化传媒 | 传媒公司 |
| | 2015年6月 | 财新传媒 | 12亿美元 | 文化传媒 | 财经新闻及资讯服务 |
| | 2015年10月 | 优酷土豆 | 约45亿美元 | 文化传媒 | 视频网站 |
| | 2015年10月 | 华人文化控股 | 投资 | 文化传媒 | 资本投资运营平台 |
| | 2015年5月 | 圆通快递 | 投资 | 物流 | 快递企业 |
| | 2015年5月 | 全峰快递 | 数亿元 | 物流 | 物流快递服务 |
| | 2015年1月 | Paytm | 5.57亿美元 | 电商 | 印度最大移动支付平台 |
| | 2015年4月 | 魅力惠 | 逾1亿美元 | 电商 | 亚洲时尚奢侈品显示 |
| | 2015年5月 | zulily | 5600万美元 | 电商 | 美国母婴用品电商 |

| | 日期 | 项目 | 金额/方式 | 类型 | 简介 |
|---|---|---|---|---|---|
| 阿里巴巴 | 2015年8月 | snapdeal | 2亿美元 | 电商 | 印度电商 |
| | 2015年8月 | 苏宁 | 283亿元人民币 | 电商 | 零售企业 |
| | 2015年2月 | 魅族科技 | 5.9亿美元 | 硬件 | 智能手机厂商 |
| | 2015年6月 | Micromax | 7亿美元 | 硬件 | 印度最大手机品牌 |
| | 2015年3月 | Snapchat | 2亿美元 | 社交 | 阅后即焚照片分享应用 |
| 腾讯 | 2015年1月 | 零号线 | 领投 | 020 | 外卖平台 |
| | 2015年1月 | 饿了么 | 3.5亿美元 | 020 | 外卖平台 |
| | 2015年6月 | 疯狂老师 | 2000万美元 | 020 | 中小学课外辅导平台 |
| | 2015年7月 | 赢了网 | 领投 | 020 | 法律服务平台 |
| | 2015年7月 | 同程旅游 | 参投 | 020 | 旅游平台 |
| | 2015年10月 | 大众点评 | 10亿美元 | 020 | 生活信息 |
| | 2015年5月 | 知道创宇 | 6亿元 | 其他 | 安全公司 |
| | 2015年6月 | 马斯葛 | 7.507亿港元 | 其他 | 综合公司 |
| | 2015年5月 | 欢网科技 | 5000万元人民币 | 工具 | 智能电视解决方案供应商 |
| | 2015年7月 | MagicWiFi | 参投 | 工具 | 免费WiFi运营商 |
| | 2015年7月 | Sensewhere | 战略投资 | 工具 | 室内定位 |
| | 2015年1月 | 易题库 | 数千万元 | 文化 | 智能题库产品 |
| | 2015年4月 | 微影时代 | 1.05亿美元 | 文化 | 电影服务平台 |
| | 2015年 | 盛大文学 | 收购 | 文化 | 社区驱动型网络文学平台 |
| | 2015年2月 | Miniclip SA | 最大股东 | 游戏 | 瑞士游戏发行商 |
| | 2015年4月 | Glu Mobile | 1.26亿美元 | 游戏 | 美国手游公司 |
| | 2015年5月 | Pocket Games | 6000万美元 | 游戏 | 美国手游公司 |
| | 2015年1月 | 易车网 | 1.5亿美元 | 电商 | 汽车信息网站 |
| | 2015年7月 | 买卖宝 | 追投 | 电商 | 移动电商 |
| | 2015年8月 | 人人车 | C轮 | 电商 | 二手车交易平台 |
| | 2015年11月 | 每日优鲜 | 领投 | 电商 | 移动生鲜电商平台 |
| | 2015年4月 | Scanadu | 0.35亿美元 | 硬件 | 硅谷体征数据监测设备 |
| | 2015年8月 | Kik | 5000万美元 | 社交 | 加拿大移动消息应用 |
| | 2015年11月 | 知乎 | 领投C轮 | 社交 | 网络问答社区 |
| | 2015年 | Same | 投资 | 社交 | 另类社交软件 |
| | 2015年1月 | 易鑫资本 | 1.5亿美元 | 金融 | 金融互联网平台 |
| | 2015年8月 | 富途证券 | B轮 | 金融 | 互联网券商 |

*资料来源：公司资料，招银国际研究*

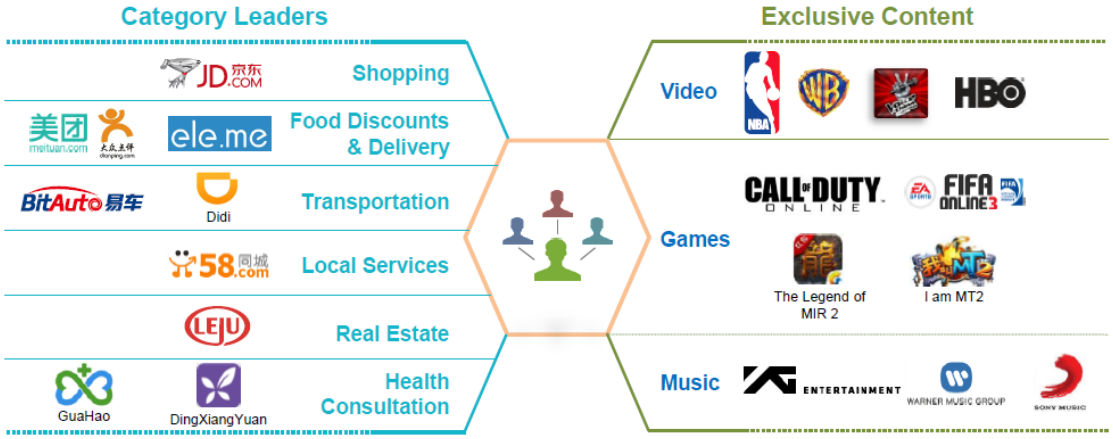
如今，中国互联网的流量资源已经瓜分完毕，作为中国互联网流量的的主要掌握者 BAT 面临的问题仍然是如何将其流量充分的货币化。现在线上资源格局已定，接下来的将是分割线下资源的战略布局。BAT 过去的布局都含有线下资源夺取的意愿，除了收购和战略投资 020 App 之外，与传统企业合作也是方法之一。但无论是线上还是线下，货币化的途径将是决定战略布局的成败的主要原因。

相对于百度与阿里巴巴，公司一向以“连接用户需求”为投资并购导向，专注于互联网垂直领域细分龙头及优质内容，而且多以投资加流量输出为主要方式。这种既积极又合理的布局方式，一方面不会对上市公司业绩造成重大压力，不会轻易改变公司轻资产高盈利的基本商业形态，另一方面充分赋予被并购方资金、流量以及自由决策权，当所培育业务进入良性循环，其布局所支付的代价将会以流量变现的形式最终回归公司本身。因此，公司这种积极合理的布局策略，有利于其流量变现，同时也将为其未来增长打好基础。



敬请参阅尾页之免责声明

**图二十四：腾讯的投资并购策略——专注细分行业龙头及优质内容**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*



敬请参阅尾页之免责声明

# 财务分析

## 收入及盈利预测：

**收入规模预测：**2015 年公司收入首次突破千亿大关至 1,029 亿元，我们通过测算，预计 2016、2017 及 2018 年公司收入将分别达到 1,336 亿、1,704 亿及 2,110 亿元，年均复合增速为 27%。

**互联网增值服务：**2015 年公司互联网增值服务收入 806.7 亿元人民币，占总收入 71.8%。其中社区类增值服务收入同比增长 29.8%达 240.8 亿元，占互联网增值服务收入比例达 23.4%。由于该分部业务收入来源为 QQ 及 QQ 空间的道具、服装及会员增值服务，本身的增长因 QQ 用户增量已达顶峰而趋于稳定，因此我们预计于 2016、2017 及 2018 年收入将分别达到 289 亿、332 亿及 366 亿元，年均复合增速为 15%。而网络游戏作为公司主要收入来源，主要由 PC 端游戏及手游两个业务分部构成。根据艾瑞咨询预测， 2018 年手游市场规模将达到 1,519 亿人民币，2016-2018 年三年年均复合增速将达 40%。基于腾讯在手游领域内的平台优势，我们认为公司手游业务将大概率于 2016 年取得良好增长，因此预计其手游收入将于 2016、2017 及 2018 年分别达到 309 亿、417 亿及 542 亿元，占有国内手游市场 30%以上的份额。端游市场增速已趋饱和，保守预计公司未来三年于该领域继续保有现有市场份额，但因公司端游收入规模较大，预计增速将低于行业。

**图二十五：互联网增值服务收入预测（百万人民币）**

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **互联网增值服务** | **63,310** | **80,669** | **95,953** | **111,820** | **128,390** |
| 增长 | 41% | 27% | 19% | 17% | 15% |
| **社区类增值服务** | **18,554** | **24,082** | **28,898** | **33,233** | **36,556** |
| 增长 | 43% | 30% | 20% | 15% | 10% |
| **网络游戏** | **44,756** | **56,587** | **67,054** | **78,587** | **91,834** |
| 端游 | 33,556 | 35,287 | 36,169 | 36,893 | 37,630 |
| 增长 | 5% | 5% | 3% | 2% | 2% |
| 市场份额 | 54% | 54% | 52% | 51% | 50% |
| 手游 | 11,200 | 21,300 | 30,885 | 41,695 | 54,203 |
| 增速 | | 72% | 45% | 35% | 30% |
| 市场份额 | 41% | 38% | 34% | 33% | 36% |

*资料来源：公司资料，招银国际研究*

**网络广告：**根据艾瑞咨询预测，2016-2018 年中国互联网广告市场规模将分别达到 2,808 亿、3,508 亿及 4,187 亿，年均复合增速达 26%，其中移动端广告占比更将提高至 78%，反映移动互联网正统治用户在线时间，移动端广告的价值正在飞速增长。2015 年公司网络广告业务表现优异，收入规模同比增长 110.3%至 174.7 亿元人民币，其中移动广告占比达 65%。如上文所述，公司垄断社交流量，而广告作为互联网的传统货币化模式也是维持业绩增长的首选，随着新的广告表现形式在各平台上的快速普及，公司的广告收入也有望继续保持高速增长。我们预计，2016 年公司整体广告收入将有望增长 75%至 305.7 亿，其中移动端广告占比将进一步提高至 70%，占国内移动广告市场份额的 10.9%。

**图二十六：网络广告收入预测（百万人民币）**

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **网络广告** | **8,308** | **17,468** | **30,569** | **45,854** | **59,610** |
| 增长 | 65% | 110% | 75% | 50% | 30% |
| **移动广告** | | **11,354** | **21,398** | **32,097** | **47,688** |
| 增长 | | | 88% | 50% | 49% |
| 占比 | | 65% | 70% | 70% | 80% |
| 腾讯移动广告占移动广告市场总体份额 | 0% | 13% | 14% | 14% | 15% |

*资料来源：公司资料，招银国际研究*

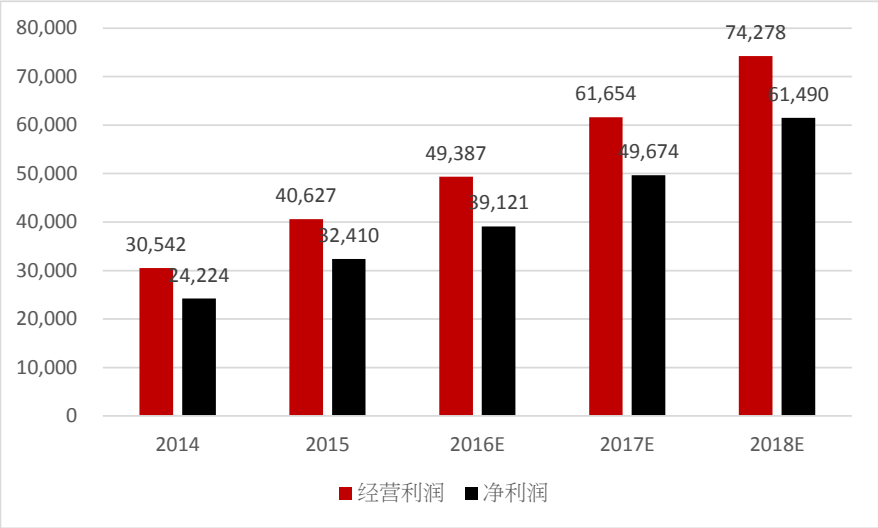


敬请参阅尾页之免责声明

**其他收入（第三方支付收入）：**主要收入来源为第三方互联网支付所产生的手续费，2015 年规模同比增长 84.5%至 47.3 亿元，占总收入的 4.6%。第三方互联网支付（包括移动支付）是公司布局互联网金融的第一步。2015 年由于用户提现金额过于庞大使得公司不得不采用限额提现的方法以降低运营费用。我们认为，微信支付的成长才刚刚开始，该项业务将会随着越来越多的用户使用及服务导入而进入快速成长期，预计其收入将有望维持 70%的年均复合增速，于 2018 年规模超 200 亿元，成为继手游及互联网广告以后下一个带领公司业绩起飞的风口。

**经营利润及净利润预测：**公司一直以来保持 38%以上的经营利润率水平，未来随着收入规模增长但内容投入及费用增加，我们预计公司经营利润率虽有下跌，但仍将继续维持约 36%，而 2016 年公司经营利润规模将达至 493.9 亿元，同比增长 21.6%。不考虑非现金支出因素，我们预测 2016、2017 及 2018 年公司净利润分别为 391 亿、497 亿及 615 亿元，年均复合增速达 23.8%。

**图二十七：经营利润及净利润规模预测（百万人民币）**




*资料来源：公司资料，招银国际研究*

## 运营及财务分析：

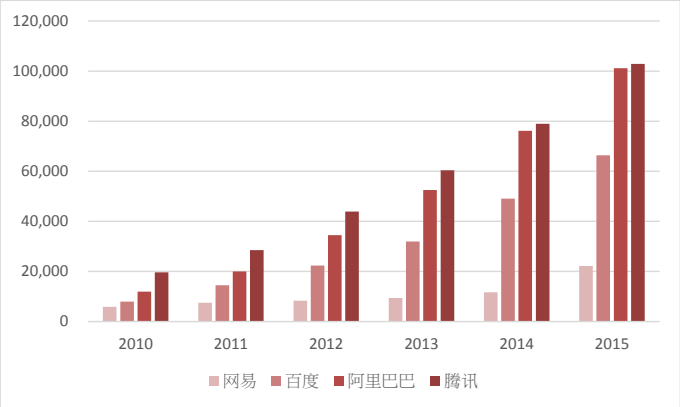
### 收入及利润增长趋势对比分析

为了更好地分析公司财务运营情况，我们挑选国内互联网流量巨头百度、阿里巴巴及网易作为与公司对比分析的参照标的。电商领域中京东、唯品会及聚美优品等因涉及库存和物流，其经营利润结构与纯流量业务有所不同，所以难以作为对比分析的参照物，而阿里巴巴虽然也从事电商业务，但其收入本质上来自于广告及销售扣点，在商业模式上与公司更为接近。从 2010 至 2015 年，我们可以发现国内互联网同业都经历了收入的增长高峰，其中在智能手机大规模爆发的 2012 年，中国互联网企业享受了流量人口红利所带来的巨大推动，腾讯、阿里巴巴及百度当年业绩增速分别达到了 54%、72.4%及 53.8%。随后由于互联网人口红利开始逐步消失。2015 年三大巨头收入增长趋缓，其中腾讯收入增长只有 30.3%，是近五年来的最低点，可是从规模来看，腾讯也是 BAT 三巨头中第一个在收入上超越千亿的互联网公司。在游戏领域，网易是腾讯的主要竞争对手。在 2015 年网易通过推出一系列出色的手游，成功在各大游戏榜单上抢占了公司的霸主，同年收入增长 90.2%至 221.2 亿元。与网易相比，公司收入规模较大，且在 15 年的游戏领域上缺乏对中重度游戏的布局。但腾讯在游戏分发及 IP 运营上实力超然，16 年也将推出数款独代或自研手游巨作，相信腾讯应能夺取手游市场的冠军重拾游戏业务增速。



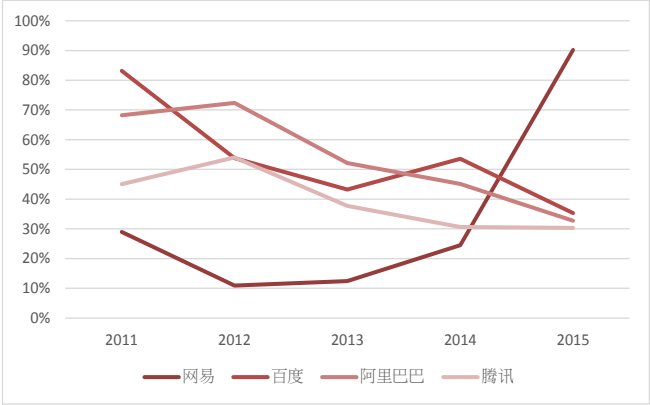
敬请参阅尾页之免责声明

图二十八：国内同业收入规模（人民币百万元）




资料来源:彭博，招银国际研究

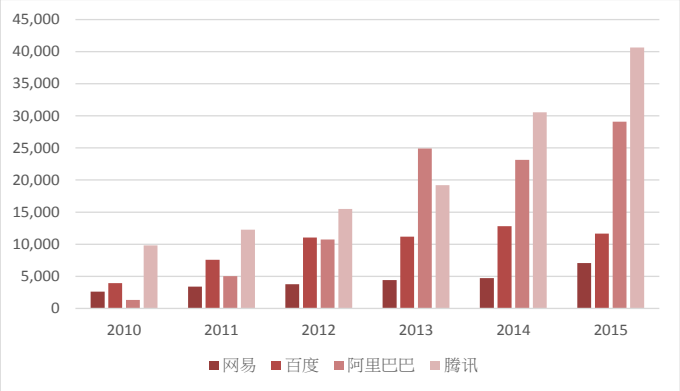
图二十九：国内同业收入增长（%）




资料来源：彭博，招银国际研究

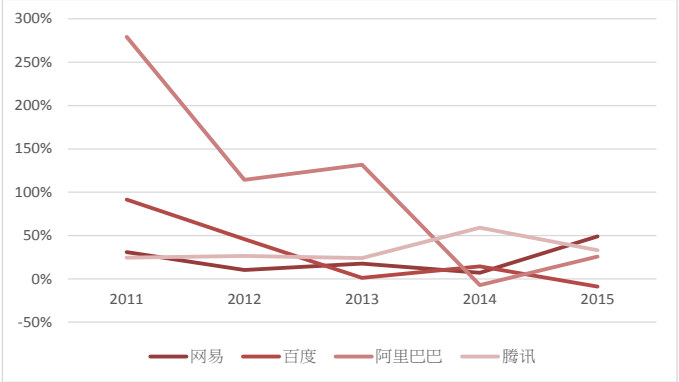
从经营利润的角度来看，BAT 及网易的经营利润率都不约而同地呈现下降或平缓的趋势，但就最近的财务年度表现而言，腾讯运营利润规模仍为最大，且增速也较百度及阿里巴巴要好（2015 年腾讯运营利润规模达 406.3 亿元，同比增长 33%）。

图三十：国内经营利润规模（人民币百万元）




资料来源：彭博，招银国际研究

图三十一：国内经营利润增长

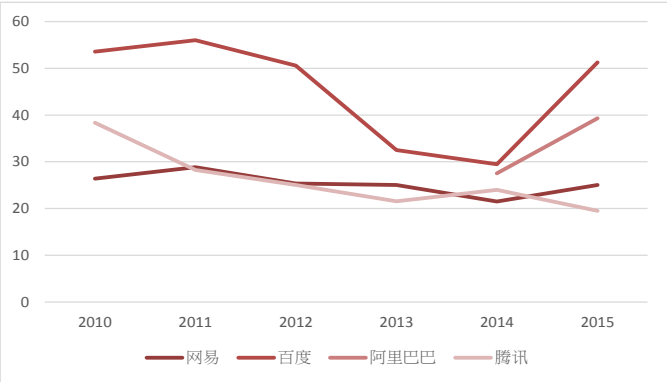



资料来源：彭博，招银国际研究

## 盈利能力对比分析

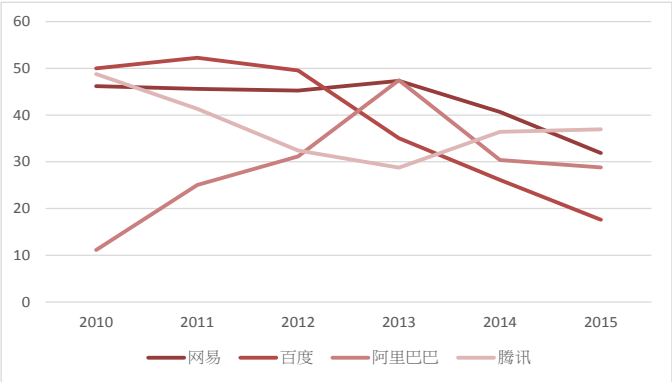
从 ROE 来看，公司的盈利能力较同业稳定但 2015 年降至 28.8%，较去年同期下降 5.7 个百分点，属 BAT 中最低（同期百度及阿里巴巴的 ROE 分别达 51.3%及 39.3%）。经营利润率方面，公司以 37%的利润率超越百度、网易及阿里巴巴，从历史上来看，除了 2012-2013 年大规模投入移动互联网研发及推广导致利润降低至 30%以下，公司一直维持接近 40%以上的经营利润水平，其表现仅次于专注于游戏领域的网易。

图三十二：国内同业 ROE （%）




资料来源：彭博，招银国际研究

图三十三：国内同业经营利润率（%）




资料来源：彭博，招银国际研究

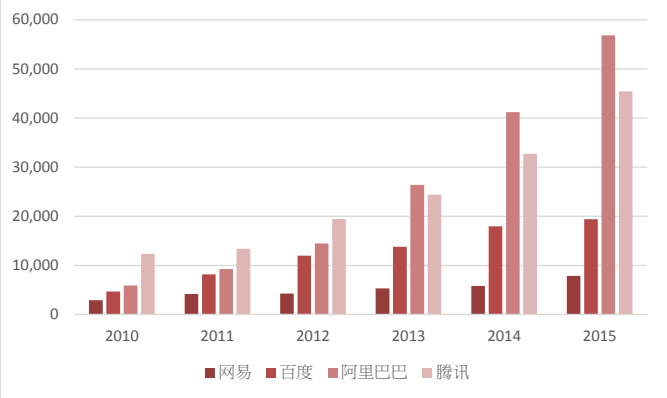


敬请参阅尾页之免责声明

## 现金流对比分析

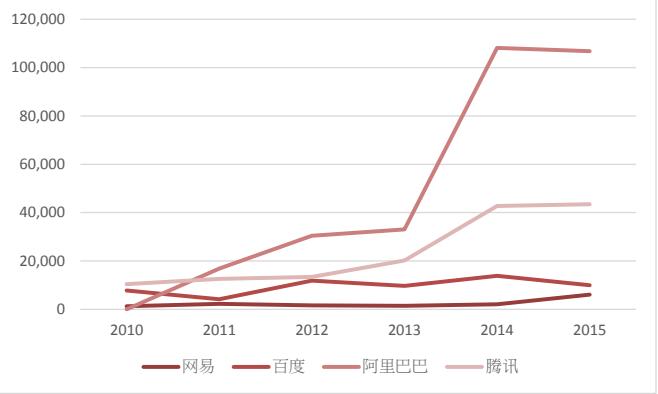
互联网行业的商业模式以“轻资产高增长”为基本特征，但要维持高速增长，就必须以超前的眼光对行业进行布局，更多时候需要对新兴业务及技术进行大规模的投资。随着流量人口红利的消亡，互联网的竞争从纯粹的流量市场转向了各个细分领域，包括 020、打车、旅游等，由于同质化程度有所提升，对于市场份额的争夺逐步出现了资本密集型的特征，导致互联网公司对于现金需求高度敏感，可以说现金对于当今的互联网公司而言就如同“战争中的军火战备”。根据财务资料显示，公司于 2015 年期末持有现金及现金等价物总值 434 亿元人民币，百度同期持有约 100 亿现金，而竞争对手阿里巴巴则通过上市获得巨量融资，同期持有现金及等价物 1,068 亿元，超过了公司与百度持有现金的总和。从经营性现金流的角度来看，同业公司基本呈现现金流正流入趋势，而公司于 2015 年财务年度获得了 454 亿元的正流入，远超百度及网易，但略低于阿里巴巴。

**图三十四：国内同业经营性现金流（人民币百万元）**




*资料来源：彭博，招银国际研究*

**图三十五：国内同业现金持有规模（人民币百万元）**




*资料来源：彭博，招银国际研究*



敬请参阅尾页之免责声明

# 估值：

根据 DCF 估值法，我们求得公司估值结果为 192 港元，相当于公司 2016、2017 及 2018 年调整后每股盈利的 39、31 及 25 倍。

**图三十六：DCF 估值法结果**

| | 高速成长期 | | | | | | | 稳定成长期 | | | 永续期 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 折现年限 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| 假设 | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 自由现金流增长率 | 25% | 12% | 16% | 20% | 20% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% | 1.0% |
| CAPEX | (10,000,000) | (7,000,000) | (7,000,000) | | | | | | | | |
| 现金流量预测 | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营运现金流 | 56,996,887 | 63,682,563 | 73,557,948 | | | | | | | | |
| 资本开支（固定资产及投资） | (10,000,000) | (7,000,000) | (7,000,000) | | | | | | | | |
| 自由现金流量 | 46,996,887 | 56,682,563 | 65,472,443 | 78,566,932 | 94,280,318 | 103,708,350 | 114,079,185 | 125,487,104 | 138,035,814 | 151,839,396 | 139,416,172 |
| 折合至2026年的现金流量 | 46,996,887 | 51,717,667 | 54,505,138 | 59,677,158 | 65,339,954 | 65,578,421 | 65,817,758 | 66,057,969 | 66,299,057 | 66,541,024 | 710,427,422 |
| 永续期折现值 | | | | | | | | | | | 1,637,329,467 |

| 基本参数： | |
|---|---|
| WACC | 9.6% |
| 长期增长率 | 1.0% |
| 股份数量 | 9,430,000 |

| 公司价值计算 | |
|---|---|
| 现金流折现 | 1,318,958,455 |
| 减：净金融负债 | (208,184,386) |
| 减：少数股东权益 | 2,475,147 |
| 股本价值 | 1,524,667,694 |
| 股本数量（预期） | 9,430,000 |
| DCF法之每股价值（人民币） | 162 |
| DCF法之每股价值（港元） | 192 |

*资料来源：公司资料，招银国际研究*

同业中國及海外社交平台企业 16 及 17 年预估市盈率分别为 44.3 及 35.3，预估市净率为 3.7，PEG 均值为 3.9；而中概股中具社交平台性质的同业公司包括阿里巴巴、百度及网易等则估值水平偏低，预估市盈率及市净率均值分别为 31.7 及 2.9，PEG 均值为 1，其中阿里巴巴及百度两者 16 年预估市盈率分别为 24.3 及 23.5，PEG 分别为 1 和 0.9。香港互联网同业公司相对于中概整体市值偏小且流动性偏差，16 及 17 年平均预估市盈率仅为 17.2 及 26.1 倍，若剔除网龙（777 HK）的高估值影响，则 17 年市盈率均值仅为 14.3 倍。

**图三十七：同业估值对比**

| 海外社交企业 | 公司代码 | 股价 | 交易货币 | 市值（亿美元） | 市盈率FY15 | 市盈率16E | 市盈率17E | 历史市净率 | 预估市净率 | PEG |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 谷歌 | GOOG US Equity | 723.2 | USD | 5,017 | NA | 20.7 | 18.4 | NA | 3.9 | 1.3 |
| Facebook | FB US Equity | 120.5 | USD | 3,450 | 74.4 | 31.8 | 26.3 | 7.3 | 7.1 | 1.1 |
| Kakao | 035720 KS Equity | 105700.0 | KRW | 61 | 83.0 | 52.9 | 32.1 | 2.5 | 2.5 | 1.8 |
| 雅虎 | YHOO US Equity | 37.4 | USD | 354 | 453.0 | 71.9 | 64.6 | 1.2 | 1.2 | 11.4 |
| 均值 | | | | | 203.5 | 44.3 | 35.3 | 3.7 | 3.7 | 3.9 |
| **中概同业** | **公司代码** | **股价** | **交易货币** | **市值（亿美元）** | **市盈率FY15** | **市盈率16E** | **市盈率17E** | **历史市净率** | **预估市净率** | **PEG** |
| 阿里巴巴 | BABA US Equity | 79.7 | USD | 1,974 | 56.3 | 24.3 | 19.3 | 5.9 | 5.1 | 1.0 |
| 百度 | BIDU US Equity | 166.2 | USD | 576 | 12.5 | 23.5 | 18.7 | 4.6 | 3.9 | 0.9 |
| 网易 | NTES US Equity | 143.4 | USD | 189 | 18.5 | 14.0 | 12.4 | 4.2 | 3.5 | 0.7 |
| 奇虎 | QIHU US Equity | 70.9 | USD | 92 | NA | NA | 15.3 | NA | NA | NA |
| 微博 | WB US Equity | 23.2 | USD | 49 | 122.3 | 44.0 | 27.5 | 7.7 | NA | 1.1 |
| 新浪 | SINA US Equity | 49.5 | USD | 35 | 199.0 | 52.5 | 34.6 | 1.3 | 1.2 | 1.3 |
| 搜狐 | SOHU US Equity | 41.9 | USD | 16 | 1828.7 | NA | NA | 1.3 | 0.9 | NA |
| 均值 | | | | | 372.9 | 31.7 | 21.3 | 4.2 | 2.9 | 1.0 |
| **港股同业** | **公司代码** | **股价** | **交易货币** | **市值（亿美元）** | **市盈率FY15** | **市盈率16E** | **市盈率17E** | **历史市净率** | **预估市净率** | **PEG** |
| 金山软件 | 3888 HK Equity | 17.4 | HKD | 29 | 50.3 | 15.6 | 11.4 | 2.4 | NA | NA |
| 网龙控股 | 777 HK Equity | 24.7 | HKD | 16 | NA | NA | 120.5 | 2.4 | 2.4 | NA |
| 云游控股 | 484 HK Equity | 11.2 | HKD | 2 | NA | 23.8 | 10.0 | 0.9 | 0.8 | NA |
| 博雅互动 | 434 HK Equity | 2.9 | HKD | 3 | 4.7 | 7.8 | 7.2 | 1.2 | 0.9 | NA |
| 天鸽互动 | 1980 HK Equity | 6.4 | HKD | 11 | 43.8 | 27.0 | 33.4 | 3.0 | 2.7 | NA |
| 飞鱼科技 | 1022 HK Equity | 2.0 | HKD | 4 | 42.0 | 11.4 | 8.6 | 2.4 | 2.1 | NA |
| IGG | 799 HK Equity | 3.4 | HKD | 6 | 10.2 | NA | 11.1 | 3.3 | NA | NA |
| 金蝶科技 | 268 HK Equity | 2.5 | HKD | 9 | 53.1 | 19.4 | 20.6 | 1.9 | NA | 0.6 |
| 中软国际 | 354 HK Equity | 2.8 | HKD | 8 | 16.6 | 15.4 | 12.5 | 1.5 | 1.4 | NA |
| 均值 | | | | | 31.5 | 17.2 | 26.1 | 2.1 | 1.7 | 0.6 |

*资料来源:彭博，招银国际研究*



敬请参阅尾页之免责声明

我们的绝对估值法所得目标价估值较美股同业低，但较中概及港股同业平均估值高。对比国内最大的两个竞争对手阿里巴巴及百度，尽管公司估值相对要高，但公司拥有得天独厚的社交流量资产，对流量的货币化程度远不及阿里及百度。我们认为只要流量继续存在，且没有新的平台能够取代微信及 QQ 的流量垄断地位，则公司就将有不断地在货币化手段上进行探索及试错的空间。因此，我们对公司最终实现多元化的业绩增长具有信心，按照绝对估值法，给予公司目标价为 192 港元，首次评级为买入。

## 风险：

1、 若下一代网络通讯模式迅速替代现有技术，公司无法适应行业变化，则微信及 QQ 用户将大规模流失，最终导致公司丧失流量垄断地位及业务增长动力。

2、 VR 及 AR 等新兴互动技术的出现，将可能导致现有的社交模式发生重大改变，若公司未能及时适应这一变化，这将丧失用户及流量，失去长期增长动力。

3、 公司迫于商业化压力，放弃用户体验优先的产品原则，过度货币化（如大量投放网络广告）导致用户流失，最终将导致公司丧失核心竞争力，破坏公司长期投资价值。

4、 若中重度游戏推广无法重拾手游领域龙头地位，则公司收入及盈利增长在短期内将受到拖累。

5、 移动支付及互联网金融的白热化竞争可能导致公司资金的严重消耗，从而影响公司盈利能力和自由现金流。

6、 国内互联网一直以来受到政府保护，全球社交龙头 Facebook 及搜索引擎霸主谷歌等因监管原因至今未能进入中国市场，若这一保护政策发生改变，则公司将可能需要面对强大竞争对手的挑战。

7、 政府对于社会舆论愈加严格的监管，可能使得公司现运营的微信及 QQ 流量平台用户粘度下降，从而导致用户流失，损害公司业绩长期增长的基础。



敬请参阅尾页之免责声明

## 利润表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY14A | FY15A | FY16E | FY17E | FY18E |
|---|---|---|---|---|---|
| **收入** | **78,932** | **102,863** | **133,611** | **170,434** | **210,968** |
| 互联网增值服务 | 63,310 | 80,669 | 95,953 | 111,820 | 128,390 |
| 网络广告 | 8,308 | 17,468 | 30,569 | 45,854 | 59,610 |
| 电子商务交易 | 4,753 | - | - | - | - |
| 其他 | 2,561 | 4,726 | 7,089 | 12,760 | 22,968 |
| 销售成本 | (30,873) | (41,631) | (56,373) | (72,651) | (91,503) |
| **毛利** | **48,059** | **61,232** | **77,237** | **97,783** | **119,465** |
| | | | | | |
| 销售费用 | (7,797) | (7,993) | (10,689) | (13,635) | (16,877) |
| 行政费用 | (14,155) | (16,825) | (21,378) | (27,269) | (33,755) |
| 利息收入 | 1,676 | 2,327 | 2,792 | 3,351 | 4,021 |
| 其他收益 | 2,759 | 1,886 | 1,424 | 1,424 | 1,424 |
| **经营利润** | **30,542** | **40,627** | **49,387** | **61,654** | **74,278** |
| | | | | | |
| 融资成本 | (1,182) | (1,618) | (1,143) | (1,143) | (1,143) |
| 联营公司 | (347) | (2,793) | (35) | (35) | (35) |
| 特殊收入 | - | - | - | - | - |
| **税前利润** | **29,013** | **36,216** | **48,209** | **60,476** | **73,100** |
| | | | | | |
| 所得税 | (5,125) | (7,108) | (8,678) | (10,281) | (10,965) |
| 非控制股东权益 | 78 | 302 | 410 | 521 | 645 |
| **净利润** | **23,810** | **28,806** | **39,121** | **49,674** | **61,490** |
| | | | | | |
| **调整后净利润** | **24,224** | **32,410** | **39,121** | **49,674** | **61,490** |

*来源：公司及招银国际研究部*

## 资产负债表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY14A | FY15A | FY16E | FY17E | FY18E |
|---|---|---|---|---|---|
| **非流动资产** | **95,845** | **151,440** | **172,302** | **193,511** | **218,599** |
| 物业、厂房及设备 | 7,918 | 9,973 | 11,539 | 11,704 | 11,951 |
| 联营公司 | 54,135 | 66,945 | 80,225 | 96,161 | 115,285 |
| 投资物业 | 268 | 292 | 292 | 292 | 292 |
| 无形资产 | 9,304 | 13,439 | 13,892 | 13,297 | 12,822 |
| 其他 | 24,220 | 60,791 | 66,354 | 72,058 | 78,249 |
| | | | | | |
| **流动资产** | **75,321** | **155,378** | **188,697** | **230,066** | **277,940** |
| 现金及现金等价物 | 42,713 | 43,438 | 71,161 | 105,835 | 146,336 |
| 受限制现金 | 9,174 | 54,731 | 54,731 | 54,731 | 54,731 |
| 初步为期超过三个月的定期存款 | 10,798 | 37,331 | 37,331 | 37,331 | 37,331 |
| 应收贸易款项 | 12,392 | 18,458 | 23,975 | 30,583 | 37,857 |
| 存货 | 244 | 222 | 301 | 387 | 488 |
| 关连款项 | - | - | - | - | - |
| 其他 | - | 1,198 | 1,198 | 1,198 | 1,198 |
| | | | | | |
| **流动负债** | **50,035** | **124,406** | **143,193** | **159,929** | **176,143** |
| 借债 | 3,215 | 11,429 | 11,429 | 11,429 | 11,429 |
| 应付贸易账款 | **27,806** | **85,899** | **104,685.56** | **121,422** | **137,636** |
| 应付税项 | 1,027 | 2,070 | 2,070 | 2,070 | 2,070 |
| 关连款项 | - | - | - | - | - |
| 其他 | 17,987 | 25,008 | 25,008 | 25,008 | 25,008 |
| | | | | | |
| **非流动负债** | **39,007** | **60,312** | **60,312** | **60,312** | **60,312** |
| 借债 | 5,507 | 12,922 | 12,922 | 12,922 | 12,922 |
| 递延税项 | 2,942 | 3,668 | 3,668 | 3,668 | 3,668 |
| 其他 | 30,558 | 43,722 | 43,722 | 43,722 | 43,722 |
| | | | | | |
| **净资产总值** | **82,124** | **122,100** | **157,494** | **203,337** | **260,084** |
| 股东权益 | 80,013 | 120,035 | 155,019 | 200,341 | 256,444 |
| 少数股东权益 | 2,111 | 2,065 | 2,475 | 2,996 | 3,641 |

*来源：公司及招银国际研究部*



敬请参阅尾页之免责声明

## 现金流量表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY14A | FY15A | FY16E | FY17E | FY18E |
|---|---|---|---|---|---|
| 年度利润 | 23,888 | 29,108 | 39,532 | 50,195 | 62,135 |
| 折旧和摊销 | 4,818 | 6,674 | 7,067 | 6,797 | 6,603 |
| 营运资金变动 | 3,583 | 7,588 | 10,398 | 6,691 | 4,820 |
| 税务开支 | 5,125 | 7,108 | 8,678 | 10,281 | 10,965 |
| 其他 | (4,703) | (5,047) | (8,678) | (10,281) | (10,965) |
| **经营活动所得现金净额** | **32,711** | **45,431** | **56,997** | **63,683** | **73,558** |
| | | | | | |
| 购置固定资产、无形资产及土地 | (6,639) | (13,105) | (10,000) | (7,000) | (7,000) |
| 联营公司 | (35,771) | (15,399) | (13,280) | (15,936) | (19,123) |
| 其他 | 14,022 | (35,101) | (1,825) | (1,719) | (1,546) |
| **投资活动所得现金净额** | **(28,388)** | **(63,605)** | **(25,105)** | **(24,656)** | **(27,670)** |
| | | | | | |
| 股份发行 | 299 | 169 | - | - | - |
| 净银行借贷 | 2,777 | 13,029 | - | - | - |
| 股息 | (1,761) | (2,640) | (4,138) | (4,352) | (5,388) |
| 其他 | 17,035 | 7,970 | - | - | - |
| **融资活动所得现金净额** | **18,350** | **18,528** | **(4,138)** | **(4,352)** | **(5,388)** |
| **现金增加净额** | **22,673** | **354** | **27,754** | **34,675** | **40,500** |
| 年初现金及现金等价物 | 20,228 | 42,713 | 43,438 | 71,161 | 105,835 |
| 汇兑 | (188) | 371 | (31) | - | - |
| **年末现金及现金等价物** | **42,713** | **43,438** | **71,161** | **105,835** | **146,336** |
| 受限制现金 | 9,174 | 54,731 | 54,731 | 54,731 | 54,731 |
| **资产负债表的现金** | **51,887** | **98,169** | **125,892** | **160,566** | **201,067** |

*来源：公司及招银国际研究部*

## 主要比率

| 年结: 12月31日 | FY14A | FY15A | FY16E | FY17E | FY18E |
|---|---|---|---|---|---|
| **销售组合 (%)** | | | | | |
| 互联网增值服务 | 80.2 | 78.4 | 71.8 | 65.6 | 60.9 |
| 网络广告 | 10.5 | 17.0 | 22.9 | 26.9 | 28.3 |
| 电子商务交易 | 6.0 | - | - | - | - |
| 其他 | 3.2 | 4.6 | 5.3 | 7.5 | 10.9 |
| **总额** | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| | | | | | |
| **增长 （%）** | | | | | |
| 收入 | 30.6 | 30.3 | 29.9 | 27.6 | 23.8 |
| 毛利 | 47.2 | 27.4 | 26.1 | 26.6 | 22.2 |
| 经营利润 | 59.1 | 33.0 | 21.6 | 24.8 | 20.5 |
| 淨利潤 | 53.6 | 21.0 | 35.8 | 27.0 | 23.8 |
| | | | | | |
| **盈利能力比率 (%)** | | | | | |
| 毛利率 | 60.9 | 59.5 | 57.8 | 57.4 | 56.6 |
| 税前利率 | 36.8 | 35.2 | 36.1 | 35.5 | 34.6 |
| 淨利潤率 | 30.2 | 28.0 | 29.3 | 29.1 | 29.1 |
| 调整后淨利潤率 | 30.7 | 31.5 | 29.3 | 29.1 | 29.1 |
| 有效税率 | 17.7 | 19.6 | 18.0 | 17.0 | 15.0 |
| | | | | | |
| **資產負債比率** | | | | | |
| 流動比率 （x） | 1.5 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.6 |
| 平均應收賬款周轉天數 | 47.9 | 54.7 | 58.0 | 58.4 | 59.2 |
| 平均應付帳款周轉天數 | 264.4 | 498.5 | 498.5 | 498.5 | 498.5 |
| 平均存貨周轉天數 | 9.6 | 2.0 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 淨負債/ 總權益比率 （%） | 32.1 | 40.3 | 25.6 | 11.0 | 净现金 |
| | | | | | |
| **回報率 (%)** | | | | | |
| 資本回報率 | 29.1 | 23.8 | 25.1 | 24.7 | 23.9 |
| 資產回報率 | 14.0 | 9.5 | 11.0 | 11.9 | 12.5 |
| | | | | | |
| **每股數據** | | | | | |
| 每股盈利(人民幣) | 2.6 | 3.1 | 4.2 | 5.3 | 6.6 |
| 每股股息(人民幣) | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 每股賬面值(人民幣) | 8.9 | 13.1 | 16.9 | 21.9 | 28.0 |

*来源：公司及招银国际研究部*



敬请参阅尾页之免责声明

# 免责声明及披露

## 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

## 招银证券投资评级

**买入** : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
**持有** : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
**卖出** : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
**未评级** : 招银国际并未给予投资评级

*招银国际证券有限公司*

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室　电话: (852) 3900 0888　传真: (852) 3900 0800

**招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)**

## 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。