

业绩超预期，广告、支付维持高速增长

——腾讯控股 (0700.HK) 1Q18 业绩点评

海外公司研究动态

◆收入超预期，Non-GAAP 净利润基本符合预期

1Q18 公司营收 735 亿元人民币同比增长 48%，高于市场预期 4%，主要由于手游业务扭转上季度的环比下降态势，YoY68%，QoQ28%；以及支付、云计算等其他收入同比快速增长 111%。Non-GAAP 归母净利润 183 亿元同比增长 29%，基本符合市场预期。Non-GAAP 净利率同比下降 3.8 个百分点，主要由于目前利润率较低的支付、云计算等其他收入占比提升，以及 Q1 在支付、手机游戏、新闻信息流应用市场推广费用增加所致。

◆游戏社交等增值业务同比增 34%，支付、云计算等同比增 111%

公司增值业务营收 399 亿元，同比增长 37%。其中，(1) 网络游戏收入同比增长 26% 至 288 亿元：端游收入与去年同期持平约 141 亿元，随着用户及游戏时长不断向手游迁移，端游业务面临较大压力；手游同比增长 68% 至 217 亿元，超过我们预期，主要由于 Q1 《王者荣耀》DAU 及收入同比大幅增长，以及新手游《QQ 飞车》的成功推广所致。我们对手游业务增长仍保持乐观态度，但 PUBG 类游戏吸收了大量用户及时长，若迟迟不能有效变现或对手游业务造成不利影响。(2) 社交网络收入增长 45% 至 156 亿元，主要由于订购数字内容服务与游戏内虚拟道具销售的收入增长所致，其中腾讯视频订阅收入同比增长 85%。

其他收入 160 亿元，同比增长 111%，主要由于线下支付交易量和消费者体现手续费快速增长，及云计算收入同比增长 100%。

◆网络广告收入 107 亿元，同比增长 55%，仍有较大提升空间

公司网络广告业务收入 107 亿元，同比增 55%。其中，媒体广告收入同比增长 31% 至 33 亿元，主要受益于腾讯视频收入的增长；社交及其他广告收入 74 亿元，同比增速进一步提高至 69%，增长主要来源于广告主基数扩大带来的微信朋友圈广告填充率以及移动广告联盟 CPC 的增长。为满足广告主需求，微信朋友圈的广告投放量于三月底增至每用户每天不超过两条，但就填充率仍有较大增长空间，我们对广告收入的快速增长持乐观态度。

◆维持“买入”评级，上调目标价至 509 港元/股

基于本次业绩表现，我们上调公司 18/19/20 年收入至 3,316、4,249、5,345 亿元人民币，同比分别增长 39%、28%、26%；Non-GAAP 净利润分别为 859、1,166、1,536 亿元，同比分别增长 32%、36%、32%；基于分布估值，上调目标价至 509 港元，对应 18 年 39x PE，维持“买入”评级。

◆风险提示：游戏及社交政策监管风险，网络广告业绩持续不达预期

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元 RMB)	1,519	2,378	3,316	4,249	5,345
营业收入增长率	47.71%	56.48%	39.47%	28.13%	25.80%
Non-GAAP 净利润(亿元 RMB)	454	651	859	1,166	1,536
Non-GAAP 净利润增长率	40.14%	43.39%	31.92%	35.69%	31.75%
EPS (港元)	5.44	9.43	12.96	17.06	22.40
ROE (归属母公司)	22.1%	26.2%	32.6%	31.3%	30.3%
P/E	76	44	32	24	18

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 5 月 17 日

买入 (维持)

当前价/目标价：411.0/509.0 港元

目标期限：12 个月

分析师

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)

021-22169105

caoty@ebsec.com

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)

021-22169323

qinbo@ebsec.com

市场数据

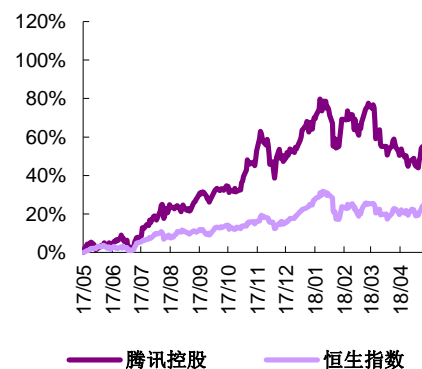
总股本(亿股)：95.04

总市值(亿港元)：39,060.15

一年最低/最高(港元)：257.0-476.6

近 3 月换手率：33.5%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.5	-7.5	36.2
绝对	3.5	-8.1	58.6

资料来源：Wind

相关研报

《游戏业务虽有短期担忧，广告、支付前景依旧广阔》

.....2018-03-23
《中国最大流量平台，网络广告成下一增长点》

.....2017-11-16
《1Q17 业绩超预期，继续看好网络广告增速反弹》

.....2017-05-18

1、业绩概览：收入略高于市场预期

1Q18 腾讯实现营收 735 亿元人民币同比增长 48%，高于市场预期 4%，主要由于移动游戏业务扭转上季度的环比下降态势，营收 217 亿元同比增长 68%，环比增长 28%；以及支付、云计算等其他收入 160 亿元同比增长 111%，高于预期所致。经营盈利 307 亿元，同比增长 59%，主要由于若干非现金项目及并购交易等影响。剔除该影响，Non-GAAP 经营盈利 253 亿元，同比增长 36%；Non-GAAP 经营利润率由去年同期 37% 下降至 34%。归母净利润 233 亿元，同比增长 61%。Non-GAAP 归母净利润 183 亿元同比增长 29%，符合市场预期。

收入结构上，网络游戏占收入比重逐步降低，由 1Q17 的 46% 下降至 1Q18 的 39%；其他业务占收入比由 1Q17 的 15% 上升至 1Q18 的 22%。

具体分业务来看：

增值服务业务收入同比增长 34% 至人民币 469 亿元。

-**网络游戏收入**同比增长 26% 至 288 亿元，增长主要源于公司的手机游戏（包括《王者荣耀》等现有游戏以及《奇迹 MU：觉醒》与《QQ 飞车手游》等新游戏）的收入增长。**移动游戏收入超出我们的预期**，继上季度出现近两年来的首次环比下降后，本季度营收 217 亿，环比增长 28% 扭转颓势，主要由于《王者荣耀》的稳定表现以及新游戏《QQ 飞车手游》的畅销。1Q18《王者荣耀》、《QQ 飞车手游》在中国 iOS 最畅销排行榜中分别排第一、第二位。

-**社交网络收入**增长 47% 至人民币 181 亿元，主要由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务与游戏内虚拟道具销售的收入增长。

网络广告业务收入同比增长 55% 至人民币 107 亿元。

-**媒体广告收入**增长 31% 至 33 亿元，主要受益于视频播放量的增长以及自制内容内开拓创新广告形式带动的腾讯视频收入的增长。

-**社交及其他广告收入**增长 69% 至 74 亿元，主要受益于广告主基数的扩大带来的微信朋友圈广告填充率的提高以及公司移动广告联盟 CPC 的增长。

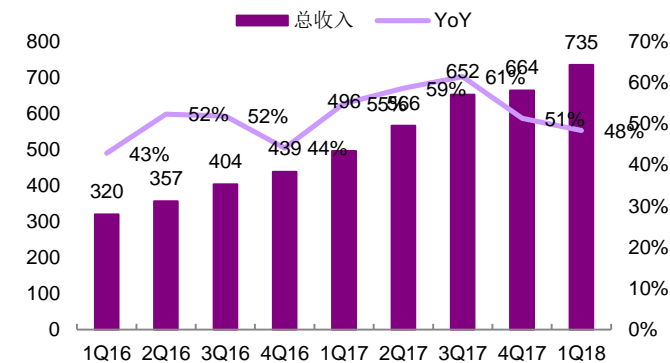
其他业务收入同比增长 111% 至 160 亿元，主要受公司的支付相关服务及云服务收入的增长所推动。

表 1：腾讯分布业务概览

分部业务		盈利模式	涉及平台或应用
增值服务	网络游戏	虚拟产品/道具付费 运营方式包括自研、收购、第三方代理等，其中第三方代理需要向开发商分成	各类网络游戏：LOL、DNF、CF、王者荣耀等
	社交网络	数字内容订阅、QQ 会员订阅、虚拟道具销售	QQ、腾讯视频、腾讯音乐、腾讯文学、应用宝等平台
网络广告	媒体广告	Banner、In-feed、Video pre-roll	QQ.Com、腾讯新闻 APP、天天快报、腾讯视频
	社交广告	QQ 空间广告、短视频广告、公众号广告等	QQ 看点、QQ 空间、公众号、朋友圈、QQ 浏览器、应用宝
其他		云计算、支付、提供商标授权、软件开发服务、软件销售及其他	微信支付、财付通、腾讯云等

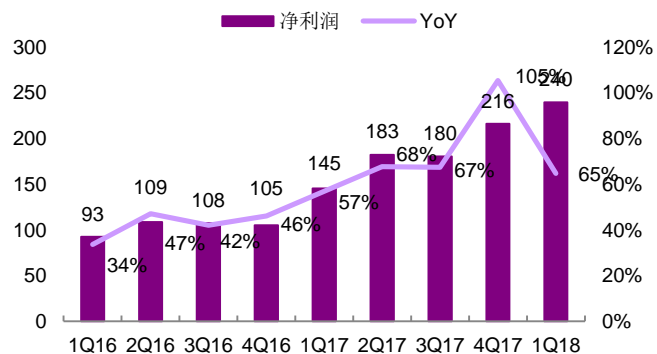
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 1: 1Q16-1Q18 收入及增速 (单位: 亿元人民币)



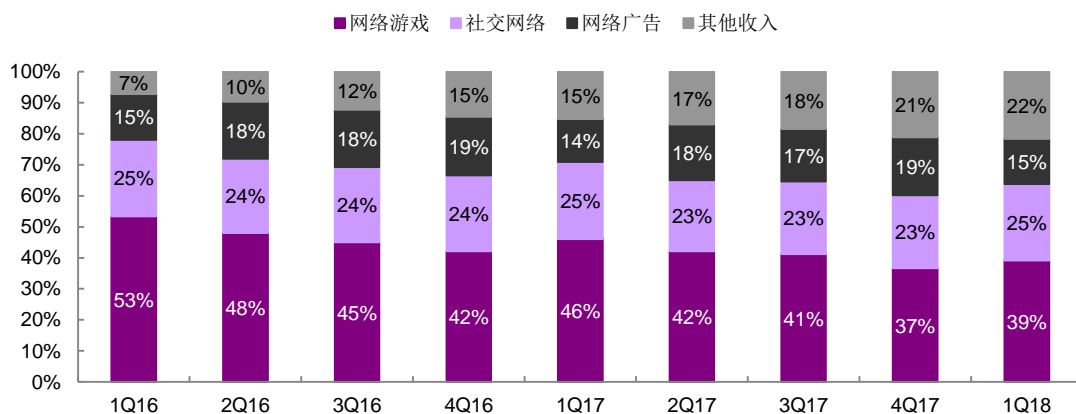
资料来源: 公司公告

图 2: 1Q16-1Q18 净利润及增速 (单位: 亿元人民币)



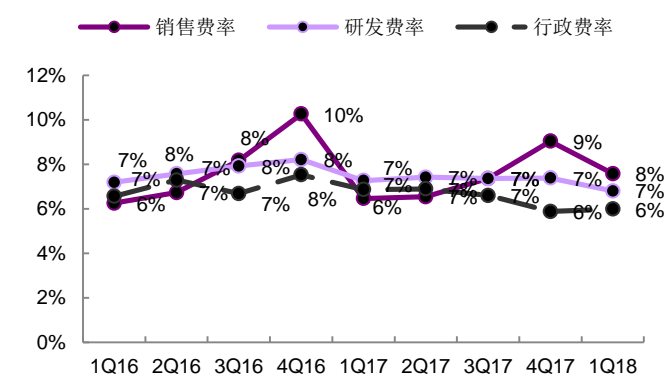
资料来源: 公司公告

图 3: 1Q16-1Q18 收入构成



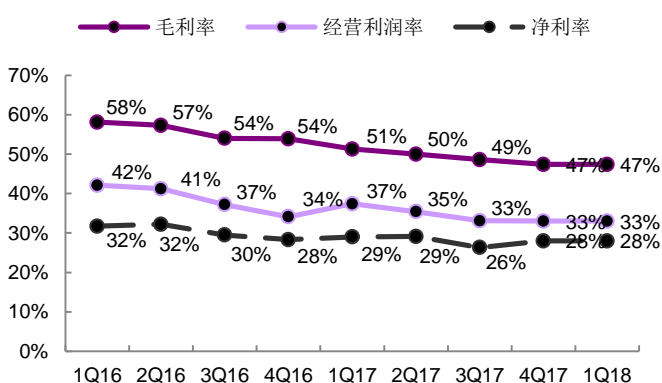
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 4: 1Q16-1Q18 各项经营费率变化



资料来源: 公司公告

图 5: 1Q16-1Q18 毛利率、经营利润率、净利率变化



资料来源: 公司公告 (注: 经营利率、净利率为非通用会计准则)

2、网络游戏业务同比增长 26%

1Q18 网络游戏收入 288 亿元，同比增长 26%。

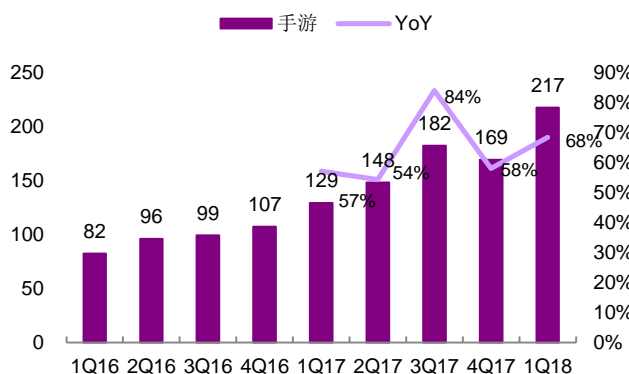
- 1) **端游收入与去年同期持平。** 活跃用户数因用户向移动端转移而下滑，但核心用户参与度保持稳定。受季节性内容更新、春节举行的推广活动以及《地下城与勇士》国服十周年庆典所带动，导致收入环比增长 10%。由于在未来 PC 用户向移动端转移的趋势仍然存在，所以**端游面临较大压力**。具体端游方面，由公司投资的 Epic Games 开发的战术竞技类游戏《堡垒之夜》风靡全球，DAU 已超 4,000 万。另外，公司即将与 PUBG 授权方合作于中国发行一款本土化的 PC 版本，目前正在待政府部门审批，若该游戏能够快速推出，或将短期对端游业务带来有效提振。
- 2) **手游收入 217 亿元，同比增长 68%，环比增长 28%，** 主要受益于季度推广活动以及新游戏的贡献。《王者荣耀》一季度表现稳定，DAU 录得双位数同比增长，收入同比增长强劲。十二月推出的《QQ 飞车手游》，1Q18 表现亮眼，手游版 DAU 超过 PC 版峰值的 7 倍，其中 40% 的用户是该游戏的新用户。一季度《王者荣耀》和《QQ 飞车手游》分别占据中国 iOS 最畅销排行榜的第一、第二位。公司近期专注于提升“吃鸡类”游戏的用户规模，吸纳了大量用户及使用市场，若该类游戏迟迟不能有效变现，或将对手游收入造成一定负面影响。

图 6：1Q16-1Q18 网络游戏收入（单位：亿元人民币）



资料来源：公司公告

图 8：1Q16-1Q18 手游收入&增速（单位：亿元人民币）



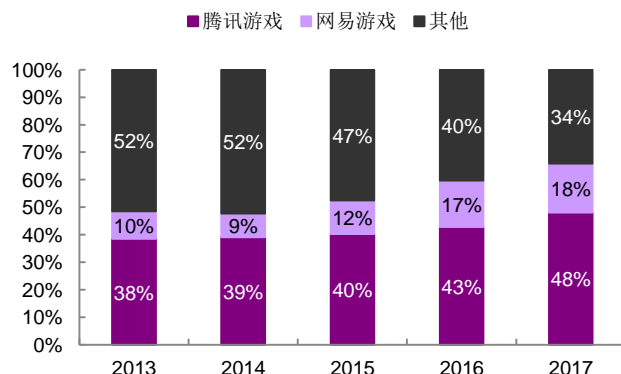
资料来源：公司公告（手游收入包括属于社交网络业务的智能手机游戏收入）

图 7：1Q16-1Q18 端游收入&增速（单位：亿元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 9：腾讯游戏市占率逐步提升



资料来源：GPC&CNG&IDC，各公司公告，光大证券研究所整理

3、社交网络：继续保持快速增长

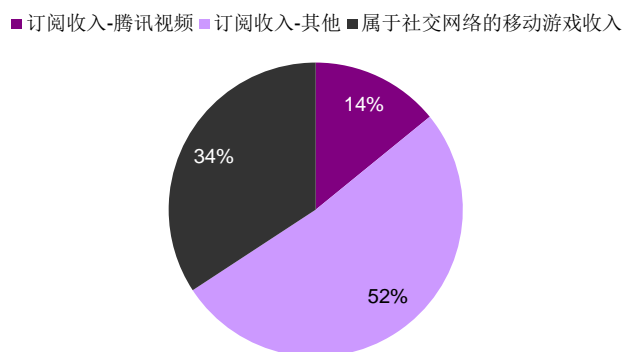
社交网络收入增长 47% 至 181 亿元, 主要是由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务与游戏内虚拟道具销售的收入增长。公司旗下的数字内容提供商主要包括腾讯视频、阅文集团和腾讯音乐。4Q17 社交网络收入 156 亿元, 其中来自腾讯视频的订阅收入为 22 亿元, 其他订阅收入为 80 亿, 属于社交网络的移动游戏收入 53 亿元, 主要包括微信游戏和应用宝的分销收入。

图 10: 1Q16-1Q18 社交网络收入 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告

图 11: 4Q17 社交网络业务收入构成

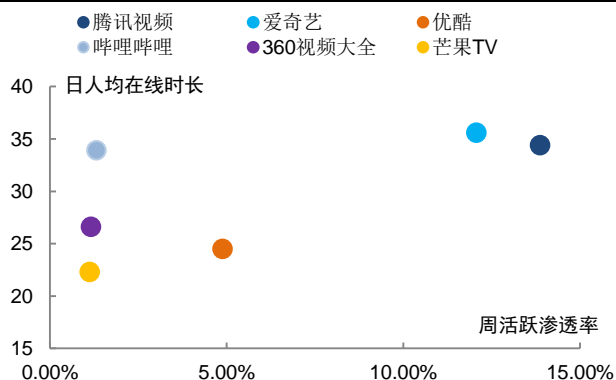


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

腾讯视频在移动端 MAU 和订阅量方面维持中国业内第一位。1Q18 视频业务收入同比增长 75%, 其中订阅收入和广告收入分别同比增长 85% 和 64%。移动端日均视频播放量同比增长逾 60%, 主要受自制及授权产品的优质内容推动, 例如综艺节目《创造 101》、动画《斗罗大陆》以及电影《无问西东》等。

本季度用户参与度有所提高, 移动端 MAU 以及单位用户使用时长均实现同比快速增长。根据猎豹大数据的统计, 1Q18 腾讯视频的周活跃渗透率为 13.87%, 在视频类 APP 中排名第一; 日人均在线时长为 34.4 分钟, 排在第二位, 仅落后爱奇艺 0.8 分钟。

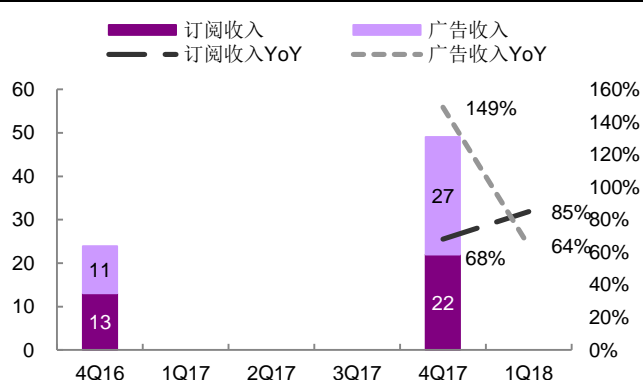
图 12: 1Q18 前六大视频 APP 周活跃渗透率和日人均在线时长 (单位: 分钟)



资料来源: 猎豹大数据, 光大证券研究所整理

*注: 周活跃渗透率=app 的周活跃用户数/中国市场总周活跃用户数, 数据区间 2018.3.26-2018.4.1; 日人均在线时长数据取自 2018.3.28 及 2018.3.30 平均值。安卓端数据。

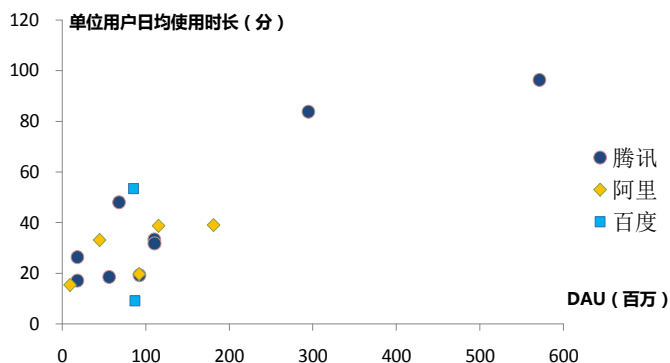
图 13: 腾讯视频收入及增长 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

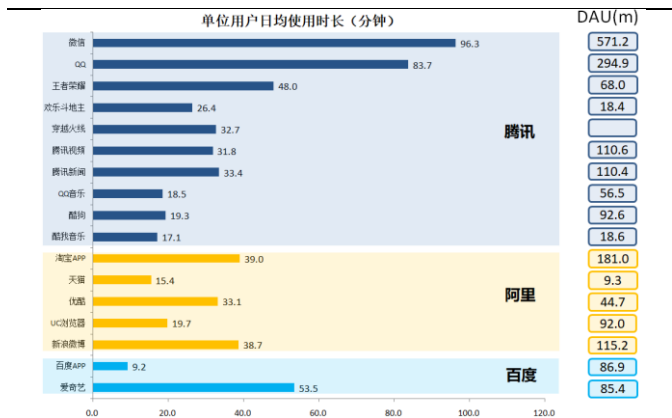
腾讯的流量优势体现在旗下大量 APP 日均活跃用户及使用时间均超过其他同类竞争对手。1Q18 微信及 WeChat 合并月活跃账户达 10.4 亿，同比增长 10.9%。除微信、QQ 外，公司其他 APP 均在 DAU 及使用时长两个维度远高于阿里、百度等互联网巨头，如腾讯视频、腾讯音乐等。我们认为腾讯掌握了中国互联网的渠道入口，通过自有流量及渠道平台可快速地将高质量的用户输送到新的业务板块，为其在未来互联网新兴领域的扩张及变现，奠定巨大优势。

图 14: 2017 BAT 主要产品 DAU 和日均使用时长



资料来源: 极光大数据, 光大证券研究所整理 (注: DAU 数据为 2017 年 9 月, 日均使用时长 16 年 11 月-17 年 10 月)

图 15: 2017 BAT 主要产品日均使用时长和 DAU



资料来源: 极光大数据, 光大证券研究所整理 (注: DAU 数据为 2017 年 9 月, 日均使用时长 16 年 11 月-17 年 10 月)

4、网络广告或将是腾讯下一个增长点

4.1、网络广告业务维持高增长

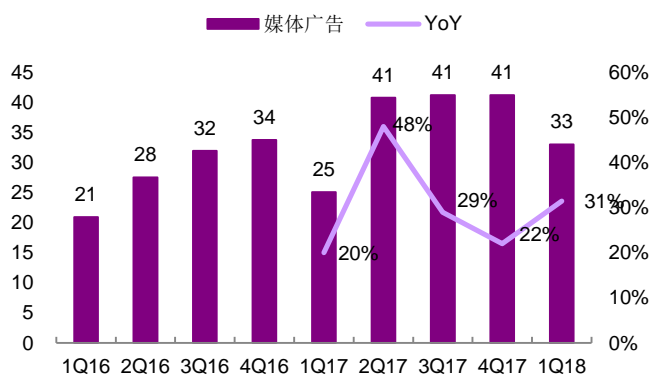
1Q18 网络广告收入 107 亿人民币，同比增长 55%，增速高于前两个季度。具体来看：

媒体广告收入 33 亿元，同比增长 31%，主要受益于视频播放量的增长以及自制内容开拓的新广告形式带动腾讯视频收入的增长。由于公司原创和授权视频内容的热播，公司视频平台的流量实现增长，用户参与度得到提升，同时有益于吸引更多品牌推广及赞助广告。1Q 媒体广告收入环比下降 20%，主要由于一季度是推广活动的淡季，视频及新闻收入环比减少。由于世界杯将于二季度举办，届时会对媒体广告业务有所提振。

社交及其他广告收入 74 亿元，同比增速进一步提高至 69%，增长主要来源于广告主基数扩大带来的微信朋友圈广告填充率以及移动广告联盟 CPC 的增长。1Q 社交及其他广告收入环比下降 10%，主要因为一季度是广告业务淡季的影响。QQ 看点因流量的迅速增长在淡季仍然实现收入增长。为满足广告主需求，公司在三月底将微信朋友圈的广告投放量提高至每用户每天不超过两条。目前公司社交广告的填充率与国际同行相比仍处于非常低的水平，长期来看社交及其他广告收入会有较大的持续增长空间。

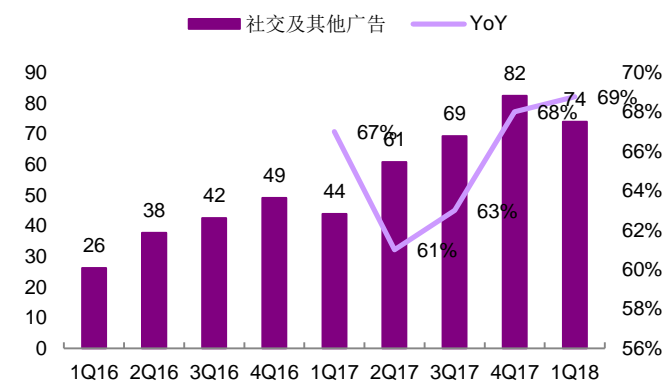
考虑到公司庞大的 MAU 及大数据资源，并参考 Facebook 的发展历程，我们对公司网络广告业务持续高速增长，仍持有乐观态度。

图 16: 1Q16-1Q18 媒体广告收入 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 17: 1Q16-1Q18 社交广告收入 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

4.2、网络广告 ARPU 仍有较大提升空间

作为社交网络的巨头，腾讯和 Facebook 都用有海量的 MAU 及用户数据，甚至腾讯的用户数据可能较 Facebook 更为全面，例如：支付及金融数据，所以我们认为 Facebook 在网络广告变现方面有一定的相似性，ARPU 值的增长情况也具备一定借鉴意义。

2017 年腾讯网络广告业务 ARPU 约 40.9 元人民币合 6.47 美元，相比 Facebook 17 年 ARPU 20.21 美元，仍有较大差距。具体分析 Facebook 各

地区 ARPU，我们发现北美地区 ARPU 由 10 年的 8.34 美元提升至 17 年 84.41 美元，7 年提升了 10 倍。ARPU 值的快速提升，主要由于海量大数据资源及算法的优化，社交广告推送的精准度提升，带来广告主 ROI 不断提高，致使 Facebook 平台的溢价能力不断增加。因此我们认为 ARPU 的提升是广告主对社交广告认可度不断提升的体现。

此外亚洲地区 Facebook 广告 ARPU 为 8.92 美元，显著高于腾讯网络广告 6.47 美元的 ARPU。我们认为腾讯网络广告仍就处于变现的初级阶段，有巨大的发展空间。

表 2：2013-2017 腾讯网络广告收入、ARPU、微信 MAU

	2013	2014	2015	2016	2017
网络广告收入 (百万元人民币)	5,034	8,308	17,468	26,970	40,439
ARPU (元人民币/年)	14.2	16.6	25.1	30.3	40.9
ARPU (美元/年)	2.2	2.6	4.0	4.8	6.5
微信 MAU (百万)	355	500	697	889	989

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理。注：ARPU=网络广告收入/微信 MAU，汇率：人民币：美元=1:6.3175

表 3：2010-2017 Facebook 分地区收入、ARPU、MAU

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
总收入 (百万美元)	1,974	3,711	5,089	7,872	12,466	17,928	27,638	40,653
YoY		88%	37%	55%	58%	44%	54%	47%
北美广告收入	1,071	1,583	2,067	3,173	5,285	8,385	13,588	19,484
YoY		48%	31%	54%	67%	59%	62%	43%
欧洲广告收入	555	1,002	1,237	1,958	3,131	4,296	6,403	9,708
YoY		81%	23%	58%	60%	37%	49%	52%
亚洲广告收入	142	313	515	974	1,741	2,655	4,332	6,716
YoY		120%	65%	89%	79%	52%	63%	55%
其他地区广告收入	98	255	459	881	1,335	1,743	2,562	4,034
YoY		160%	80%	92%	52%	31%	47%	57%
ARPU (美元/年)								
全球	3.97	5.02	5.32	6.81	9.45	11.96	12.98	20.21
北美	8.34	11.33	13.58	18.70	28.68	41.65	62.23	84.41
欧洲	3.75	5.46	5.91	8.04	11.60	14.32	19.40	27.41
亚洲	1.49	2.05	2.35	3.15	4.46	5.45	7.29	8.92
其他地区	0.94	1.50	1.84	2.64	3.35	3.86	4.66	6.20
MAU (百万)								
全球	608	845	1,056	1,227	1,394	1,591	1,859	2,129
北美	154	179	193	201	208	219	231	239
欧洲	183	229	261	282	301	323	349	370
亚洲	138	212	298	368	449	540	673	828
其他地区	133	225	304	376	436	509	606	692

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

我们将网络广告分为主动搜索广告和被动推送广告，主动搜索广告主要由搜索引擎、电商推送构成，由于用户需求意愿在推送前已得以体现，广告的转化率高于被动推送广告，因此单价更高。但随着用户数据量的不断增长，被动推送广告中社交类广告的单价及市占率逐年提升。

在北美网络广告市场中，以主动搜索广告为代表的 Google 与以被动推送广告为代表的 Facebook 的北美地区广告收入比值从 2010 年的 11.5% 提升至 2017 年的 52.9%，且 Facebook 近年来维持 40% 以上增速，高于 Google 的 20% 左右增速，由此可见广告主对社交广告认可度不断提升。

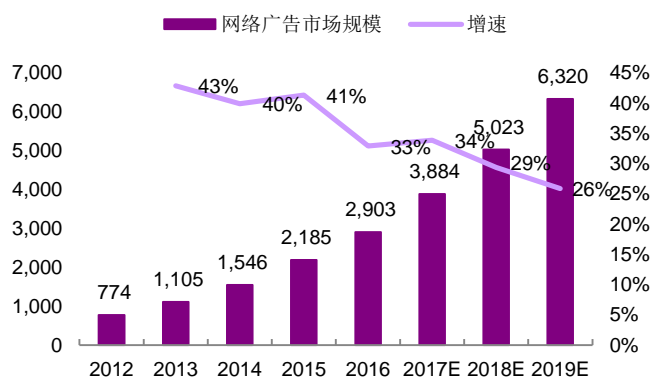
在中国网络广告市场中，腾讯作为被动推送广告的代表，与百度、阿里等主动搜索广告的广告收入比值由 2013 年 9.6% 增至 2017 年 24.9%。从北美地区网络广告的发展历程来看，随着算法优化、自有人工智能技术的运用及数据分析能力的增强，我们预计未来行业格局向被动推送广告倾斜的趋势仍会保持。腾讯网络广告市占率由 13 年 5% 提升至 17 年 10%，市占率持续提升。

表 4: 北美地区及中国地区主要广告运营商对比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
北美地区广告收入 (百万美元)								
Facebook	1,071	1,583	2,067	3,173	5,285	8,385	13,588	19,484
YoY		48%	31%	54%	67%	59%	62%	43%
Google*	9,319	12,116	14,433	17,246	19,219	24,297	30,246	36,819
YoY		30%	19%	19%	11%	26%	24%	22%
FB/Google	11.5%	13.1%	14.3%	18.4%	27.5%	34.5%	44.9%	52.9%
中国地区广告收入 (百万元人民币)								
腾讯	1,373	1,992	3,382	5,034	8,308	17,468	26,970	40,439
YoY		45%	70%	49%	65%	110%	54%	50%
百度	7,913	14,490	22,246	31,802	48,495	64,037	64,525	73,146
YoY		83%	54%	43%	52%	32%	1%	13%
阿里				20,681	30,928	40,135	57,148	89,287
YoY					50%	30%	42%	56%
腾讯/(百度+阿里)				9.6%	10.5%	16.8%	22.2%	24.9%

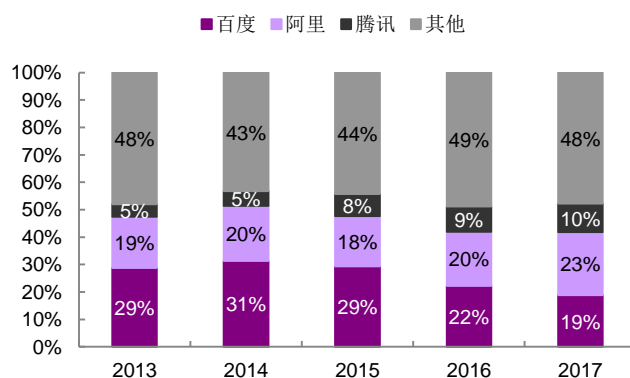
资料来源: Bloomberg, 各公司公告, 光大证券研究所整理。*注: Google 北美广告收入=Google 北美收入×Google 广告收入占比

图 18: 中国网络广告市场规模 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 艾瑞咨询, 光大证券研究所整理

图 19: 网络广告市场竞争格局

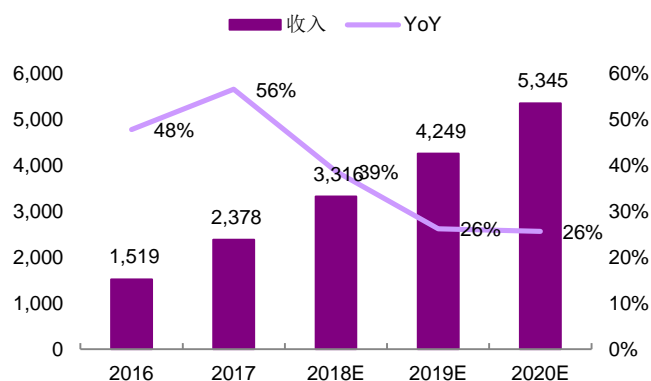


资料来源: 艾瑞咨询, 各公司公告, 光大证券研究所整理

5、盈利预测&投资建议

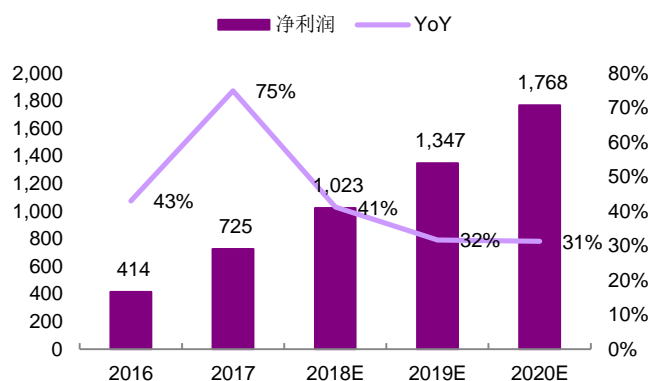
基于公司 1Q18 的表现,我们略微上调公司 18/19/20 年收入至 3,316、4,249、5,345 亿元人民币,同比分别增长 39%、28%、26%; Non-GAAP 归母净利润分别至 859、1,166、1,536 亿元人民币,同比分别增长 32%、36%、32%; EPS 分别为 12.96、17.06、22.40 港元。

图 20: 2015-2019E 收入及增速 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

图 21: 2015-2019E 净利及增速 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

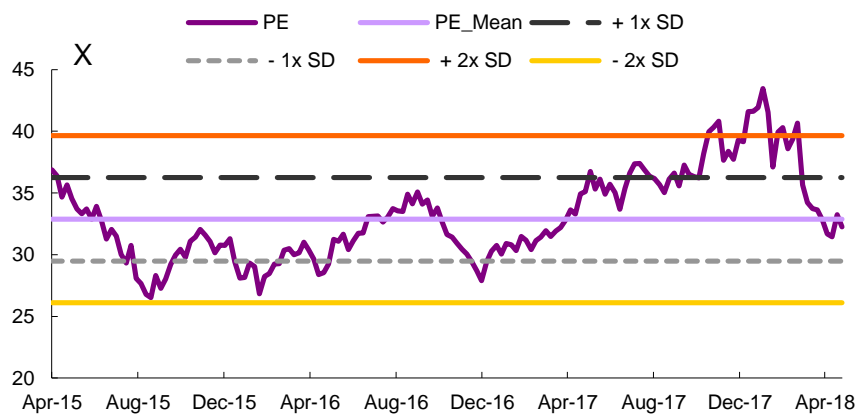
我们采用分部估值法 (SOTP), 将公司业务分为网络游戏、社交网络、网络广告、其他收入四个板块, 并考虑到公司投资初创互联网公司并利用流量优势获取投资收益的盈利模式, 已经成为企业价值中不可分割的一部分, 将公司投资的部分市值较为公允的非控股企业价值纳入我们的分部估值中, 上调目标价至 509 港元, 对应 18 年 39x PE, 维持“买入”评级。

表 5: 腾讯 SOTP 估值

	2018E			相对估值指标	系数	估值 (亿元 RMB)	每股价值 (港元)
	收入 (亿元 RMB)	经营利润 (亿元 RMB)	NOPAT (亿元 RMB)				
网络游戏	1,225.0	509.0	419.6	NOPAT	25 x	10,491	137
社交网络	754.1	313.3	258.3	NOPAT	30 x	7,750	101
网络广告	599.7	93.1	76.7	PS	18 x	10,794	141
其他	737.4	32.0	26.3	PS	10 x	7,200	94
核心业务						36,234	473
上市公司-股权投资						2,130	28
非上市公司-股权投资						624	8
合计						38,988	509

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测。注: 上市公司-股权投资=市值×腾讯持股比例, 市值截止 2018-03-31; 非上市公司-股权投资 (仅选取美团+滴滴)=最近一轮融资估值×腾讯持股比例×0.8;

图 22: 公司历史 PE Band



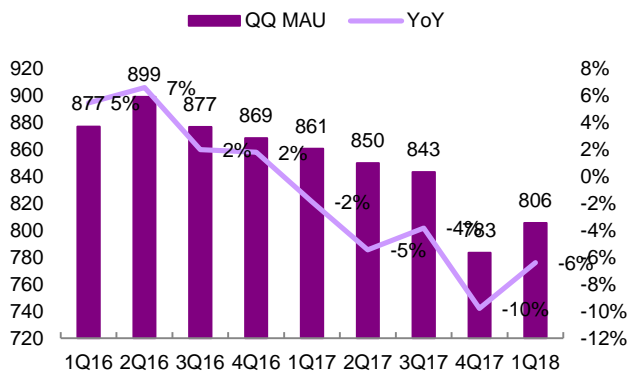
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

6、风险提示

- 1、对游戏及互联网社交的行业监管政策收紧,可能将会对公司游戏业务造成一定不利影响。
- 2、若网络广告业务变现不达预期,可能会对公司业绩及估值造成不利影响。

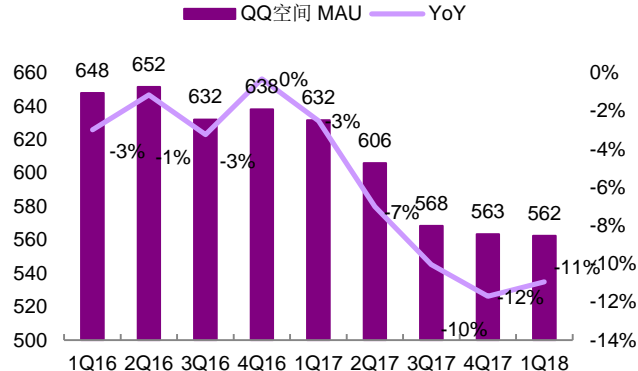
7、附录：核心平台数据

图 23: 1Q16-1Q18 QQ MAU 及增速 (单位: 百万人)



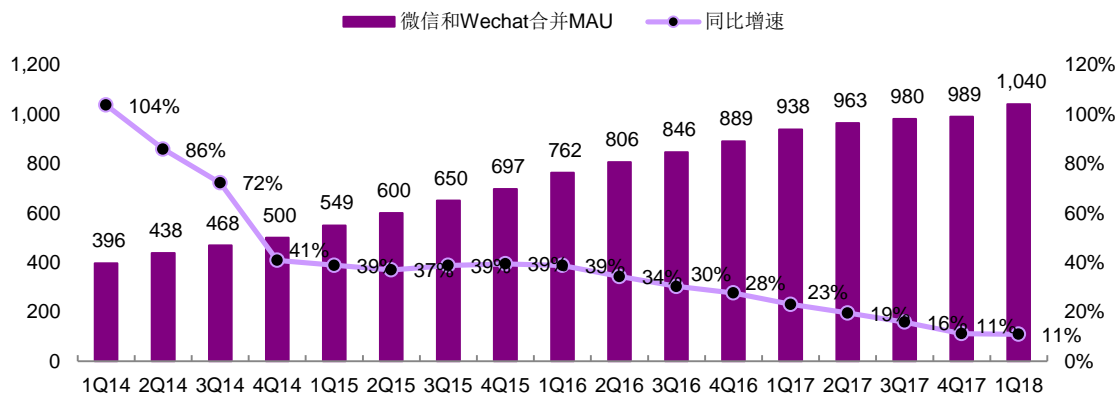
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 24: 1Q16-1Q18 QQ 空间 MAU (单位: 百万人)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 25: 1Q14-1Q18 微信和 Wechat 合并后 MAU 及增速 (单位: 百万人)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

利润表 (亿元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,519	2,378	3,316	4,249	5,345
营业成本	-674	-1,208	-1,681	-2,111	-2,574
利息收入	26	39	47	59	75
其他收益净额	36	201	257	297	374
销售及市场推广开支	-121	-177	-258	-319	-395
一般及行政开支	-225	-331	-430	-552	-695
经营利润	561	903	1,251	1,623	2,130
财务成本净额	-20	-29	-7	0	0
分占联营公司及合营公司亏损	-25	8	-3	0	0
除税前盈利	516	882	1,241	1,623	2,130
所得税开支	-102	-157	-218	-276	-362
期内盈利	414	725	1,023	1,347	1,768

资产负债表 (亿元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	3,959	5,547	6,632	8,521	10,836
现金、现金等同及短期投资	1,239	1,429	1,596	2,493	3,572
应收账款与票据	102	165	231	296	372
库存	3	3	4	5	6
其他短期资产	149	187	261	334	421
总计流动资产	1,492	1,784	2,092	3,128	4,371
财产、厂房及设备, 净值	237	319	379	449	529
长期投资	918	1,385	1,956	2,575	3,380
其他长期资产	1,312	2,058	2,205	2,369	2,556
总负债	2,097	2,776	3,495	4,212	5,007
应付与应计账款	543	892	1,235	1,556	1,886
短期债务	157	204	289	380	499
其他短期负债	312	421	588	753	947
总计流动负债	1,012	1,517	2,111	2,689	3,332
长期债务	938	1,115	1,226	1,349	1,483
其他长期负债	147	144	158	174	191
总股东权益	1,862	2,771	3,137	4,309	5,830
股本与资本公积	173	222	122	122	122
留存收益	1,385	2,027	2,927	4,099	5,620
其他股东权益	188	312	68	68	68
少数/非控制性权益	116	210	21	21	21

现金流量表 (亿元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	680	1,168	1,504	1,826	2,299
净利润	411	715	993	1,307	1,715
折旧、摊销	127	97	143	172	225
非现金营运资本变动	110	356	369	348	360
非现金项目	32	0	0	0	0
投资活动产生现金流	-734	-1,378	-935	-1,025	-1,297
固定及无形资产变动	-187	-202	-282	-319	-401
长期投资净变动	-317	-467	-570	-619	-805
收购与剥离净现金	-93	-709	-83	-87	-91
其他	-137	0	0	0	0
融资活动现金流	314	141	87	55	24
已付股利	-37	-80	-123	-175	-248
债务(偿付)所得现金	375	224	196	214	254
股权(回购)现金	-17	0	0	0	0
其他融资活动	-6	-3	14	16	17
净现金流	260	-68	657	856	1,026

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	47.7%	56.5%	39.5%	28.1%	25.8%
净利润增长率	42.7%	76.3%	41.2%	31.7%	31.3%
Non-GAAP 净利润增长率	40.1%	43.4%	31.9%	35.7%	31.8%
EBITDA 增长率	45.3%	43.4%	21.5%	31.9%	32.5%
EBIT 增长率	37.6%	32.7%	43.1%	33.6%	32.8%
估值指标					
PE	76	44	32	24	18
PB	17	11	10	7	5
EV/EBITDA	54	38	31	23	18
EV/EBIT	68	51	36	27	20
盈利能力 (%)					
毛利率	55.6%	49.2%	49.3%	50.3%	51.8%
EBITDA 率	41.2%	37.7%	32.9%	33.8%	35.7%
EBIT 率	32.8%	27.9%	28.6%	29.8%	31.5%
税前净利润率	34.0%	37.1%	37.4%	38.2%	39.9%
税后净利润率 (归属母公司)	27.0%	30.5%	30.8%	31.7%	33.1%
ROA	10.4%	13.1%	15.5%	15.9%	16.5%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.1%	26.2%	32.6%	31.3%	30.3%
偿债能力					
流动比率	1.5	1.2	1.0	1.1	1.3
速动比率	1.32	1.05	0.85	1.01	1.15
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS(人民币元)	4.38	7.60	10.45	13.75	18.05
EPS(港元)	5.44	9.43	12.96	17.06	22.40
每股红利(人民币元)	0.39	0.85	1.29	1.84	2.60

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
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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

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, 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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040
 总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		