

互聯網

收盤價	目標價	潛在漲幅
港元 404.00	港元 545.00↑	+35%

2018年5月28日

騰訊 (700 HK)

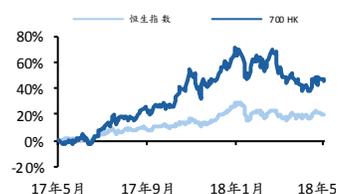
變現能力仍有提升空間，下半年新遊戲豐富；估值吸引

- 2 季度端遊收入由於淡季因素，壓力較大。受到 2 季度相對淡季的影響，以及去年同期主要遊戲如 CF 及 LoL 較高的收入基數，我們預計騰訊 18 年 2 季度端遊收入約為 135 億元（人民幣，下同），同比/環比降 1%/4%，但我們估計全年收入仍增 3%，達到 566 億元。
- PUBG 手遊尚未變現，2 季度手遊環比增速承壓。公司集中推廣 PUBG 手遊，在春節期間並未上線其他 RPG 類別的遊戲，因此我們預計 2 季度手遊收入增長環比可能承壓，預計 2 季度手遊收入為 230 億元，環比增 6%，同比增 55%，關注 6-7 月份世界盃對體育類遊戲如 FIFA 足球世界的推動。我們預期 18 年王者榮耀收入穩定增長 13%至 200 億元，新遊戲以及高 ARPU 的 MMORPG 遊戲上線帶動手游毛收入增長 64%。
- 生存射擊類遊戲有一定變現空間，**堡壘之夜**過審快於**PUBG**。目前 PUBG 端遊和手遊版本仍處於審批階段，過審時間尚不明確。由於同類遊戲在變現模式上已經有一定的嘗試並得到證實，未來在使用者流量穩定的情況下，我們估計 PUBG 在變現方面有提升空間。由於**堡壘之夜**先于**絕地求生**拿到審批，我們認為其商業化進展將會快於後者。
- 其他業務：廣告變現仍有較大提升空間，支付是金融戰略佈局的基礎。騰訊廣告收入增長主要來自社交平臺如朋友圈和媒體平臺如騰訊視頻的增長，QQ 看點資訊流廣告填充率仍然較低，長期將成為廣告收入的另一增長點。支付作為金融業務的基礎，我們認為對騰訊發展金融業務有重要的戰略意義，但短期內不貢獻利潤，且面臨激烈競爭，補貼成本仍然較高。微視和小程式為騰訊內容生態提供長期增長空間。
- 估值：我們微調收入及利潤預測，按照分部加總法，將估值調整到 19 年，目標價從 533 港元上調到 545 港元，對應 53 倍/42 倍 18 年/19 年市盈率和 35%上升空間。我們認為騰訊現價對應的估值仍有提升空間，其他業務如雲的增長潛力尚未在估值中完全體現。維持**買入**評級。

個股評級

買入

1 年股價表現



資料來源: 彭博

股份資料

52 周高位 (港元)	476.60
52 周低位 (港元)	260.4
市值 (港元百萬)	3,839,489
日均成交量 (百萬)	25.75
年初至今變化 (%)	-0.49
200 天平均價 (港元)	391.86

資料來源: 彭博

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788 - 8045

孫夢琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788 - 8048

周詰

zhe.zhou@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788 - 8041

財務資料一覽

年結 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百萬人民幣)	151,938	237,760	337,625	449,304	558,072
同比增長 (%)	48	56	42	33	24
淨利潤 (百萬人民幣) ^A	45,420	65,126	78,652	99,401	117,742
每股盈利 (人民幣) ^A	4.82	6.92	8.22	10.37	12.26
同比增長 (%)	40	44	19	26	18
前 EPS 預測值 (人民幣)			8.22	10.38	12.27
調整幅度 (%)			0.0	-0.1	-0.1
市盈率 (倍)	72	51	40	32	27
每股帳面值 (人民幣)	20	29	30	39	47
市賬率 (倍)	18	12	11	9	7
股息率 (%)	0.15	0.21	0.25	0.29	0.32

資料來源: 公司資料, 交銀國際預測 ^ANon-GAAP

2018 年 5 月 28 日

騰訊 (700 HK)

遊戲業務

PC 遊戲

2 季度端遊收入由於淡季因素，壓力較大。我們估算地下城與勇士、穿越火線以及英雄聯盟貢獻騰訊端遊超過 50% 的收入。隨著手機遊戲用戶體驗和玩法與端遊逐漸接近，端遊玩家向手遊遷移的大趨勢仍然不變。因此，受到 2 季度相對淡季的影響，以及去年同期主要遊戲如 CF 及 LoL 較高的收入基數（2017 年上半年端遊收入同比增 26%），2018 年 2 季度端遊收入同比/環比均有一定壓力。我們預計騰訊 2 季度端遊收入約為 135 億元，同比/環比降 1%/4%，但我們估計全年收入仍增 3%，達到 566 億元。

DnF（地下城與勇士）：今年 1 季度春節發佈新版本，以及由於遊戲十周年，新年禮包等活動的售賣期相比去年較長，帶動遊戲 ARPU 以及騰訊端遊 ARPU 上漲。2 季度，遊戲商業化活動會有所減少，並加強研發及運營效率，以提升玩家活躍度及參與度。開發商 Nexon 對 2 季度中國區收入給予個位數同比增速指引，我們預計 2 季度 DnF 收入環比降 2%，全年收入估計增 9%。

CF（穿越火線）：PUBG 射擊遊戲火爆，對該遊戲活躍度有一定影響，但從遊戲直播平臺上 CF 的關注度來看，遊戲熱度仍然維持較高水準。同時，根據網吧熱力榜指數資料顯示，2018 年 1 季度，穿越火線熱度仍然排在第二位，相比 2016-17 年仍保持平穩。CF 去年發佈手遊版本，吸引部分端遊使用者以及新的 CF 手遊用戶，加上年初生存類射擊遊戲玩法的引入，對整個遊戲用戶有增量效應。

PUBG（絕地求生）：目前端游和手遊版本仍處於審批階段，過審時間尚不明確。在測試階段，手遊兩款 PUBG 遊戲日活用戶合計超過 5000 萬，表現較好。目前對於該遊戲，公司仍然關注使用者留存率等運營資料，國內及海外地區的變現進程不是公司關注重點。另外，由於同類遊戲在變現模式上已經有一定的嘗試並得到證明，我們估計未來在使用者流量穩定的情況下，變現方面仍有提升空間。

LoL（英雄聯盟）：2018 年，騰訊將帶領英雄聯盟、Arena of Valor 以及皇室戰爭作為電競的表演項目參加雅加達亞運會。雖然短期對用戶的快速轉化不明顯，但我們認為，長期來看電競項目一方面會帶動遊戲的活躍度，另一方面提升電競遊戲未來較大的想像空間。我們估計 2018 年，LoL 收入同比平穩。

新遊戲：堡壘之夜已經獲得進口遊戲內容審查批文《網路文化經營許可證》，由騰訊代理。據 Newzoo 資料顯示，3 月堡壘之夜月流水超過 2 億美元，在生存類射擊遊戲中的市場份額超過絕地求生（Superdata 資料），是 Twitch 上觀看次數最高的遊戲。另據 Sensor Tower 資料顯示，堡壘之夜手遊月流水達到 2500 萬美元（約 1.6 億元）。堡壘之夜使用者數快速提升，根據其開發商 Epic Game 公佈資料，到 2018 年 1 月，用戶數已超過 4000 萬人，最高同時線上人數超過 200 萬，這一資料在 2017 年 11 月時，分別為 2000 萬及 80+ 萬人。我們按照其月卡價格 10 美元為遊戲平均月 ARPU，估算其月活躍用戶超 4000 萬，

2018年5月28日
騰訊 (700 HK)

付費率或超 40%。由於**絕地求生**先於**絕地求生**拿到審批，我們認為其商業化進展將會快於後者。另外，騰訊體育類遊戲相繼上線，受到世界盃、亞運會等體育活動影響，或會有較好表現。

圖表 1：網吧遊戲熱力榜-指數化 (截至 2018 年 3 月)

Game Title	Company	Jan16	Feb16	Mar16	Apr16	May16	Jun16	Jul16	Aug16	Sep16	Oct16	Nov16	Dec16	Jan17	Feb17	Mar17	Apr17	May17	Jun17	Jul17	Aug17	Sep17	Oct17	Nov17	Dec17	Jan18	Feb18	Mar18	
英雄聯盟	騰訊	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
穿越火線	騰訊	18.31	15.84	16.38	21.22	21.26	20.51	21.64	24.35	21.02	19.36	18.85	12.72	18.18	18.52	19.28	17.19	16.27	19.15	19.78	20.69	21.51	22.40	19.82	18.79	19.13	19.32	17.97	
地下城與勇士	騰訊	12.35	12.13	12.57	11.09	12.13	14.82	15.02	11.33	11.20	12.82	14.20	11.35	16.32	17.13	17.42	16.55	15.58	18.93	18.58	15.99	15.58	15.35	13.83	14.18	14.75	12.67	13.64	
QQ 飛車	騰訊	4.34	4.79	4.04	3.56	4.40	3.95	4.47	4.76	3.61	3.87	3.61	2.56	4.18	4.36	3.85	4.12	3.58	3.74	3.35	3.84	3.75	4.35	4.11	4.23	4.71	4.72	3.74	
逆戰	騰訊	4.63	4.30	4.11	3.99	3.58	3.37	4.33	3.48	3.43	3.10	3.23	2.70	3.75	3.18	3.30	3.07	2.59	2.72	2.56	2.56	2.71	2.73	2.69	2.25	2.33	2.04		
QQ 炫舞	騰訊	1.69	1.43	1.43	-	1.54	1.47	1.61	1.39	1.35	1.27	1.42	0.86	1.12	1.27	1.26	1.11	1.21	1.19	1.05	1.07	1.10	1.11	1.32	1.25	1.29	1.04	1.06	
Dota2	完美世界	0.97	1.05	0.92	0.80	0.85	0.86	0.97	0.96	0.76	0.75	0.63	0.88	0.90	0.93	0.80	0.82	0.91	0.87	0.90	0.82	0.80	0.84	0.82	0.81	0.87	0.87		
守望先鋒	網易	-	-	-	-	0.58	2.39	3.13	3.14	2.59	2.42	2.28	1.51	2.35	2.09	1.67	1.74	2.49	1.90	1.57	1.37	1.26	1.34	0.95	1.01	0.83	1.05	0.82	
NBA2KOL	騰訊	1.52	1.42	1.04	1.03	0.97	1.10	1.23	1.00	0.73	0.70	0.72	0.55	0.85	0.83	0.77	0.82	0.82	1.00	1.09	1.00	0.76	0.81	0.83	0.92	0.93	0.94	0.74	
夢三 Online	Electronic Soul	1.09	1.03	0.91	0.85	0.83	0.83	0.94	0.87	0.75	0.72	0.76	0.49	0.68	0.68	0.70	0.60	0.59	0.62	0.61	0.63	0.66	0.68	0.64	0.64	0.65	0.67	0.63	
炉石傳說	網易	0.67	0.64	0.60	0.65	0.61	-	0.66	0.62	0.54	0.48	0.46	0.32	0.57	0.54	0.49	0.60	0.48	0.51	0.53	0.68	0.56	0.62	0.54	0.64	0.57	0.62	0.59	
梦幻西游	網易	0.46	0.39	0.46	0.44	0.40	0.40	0.47	0.41	0.41	0.43	-	0.31	0.41	0.43	-	-	0.41	0.43	0.45	0.47	0.54	0.56	0.59	0.58	0.56	0.49	0.55	
魔尊世界	網易	0.39	0.35	0.43	0.44	0.43	0.69	0.88	-	1.33	1.08	1.02	0.56	0.67	0.65	0.64	0.58	0.52	0.47	0.44	0.51	0.47	0.49	0.53	0.50	0.46	0.45		
天涯明月刀	網易	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.35	0.32	0.30	0.33	-	0.38	0.43	0.44	0.45	0.46	0.45	0.36	0.42	
使命召喚Online	騰訊	-	-	0.59	0.61	0.61	0.62	0.65	0.63	0.46	0.57	0.63	0.39	0.58	0.50	0.50	0.49	0.44	0.49	0.51	0.48	0.45	0.58	0.52	0.57	0.46	0.41	0.38	
魔域	天晴數碼	-	-	-	0.32	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.32	-	0.34	0.40	0.44	0.42	0.40	0.38	-	0.37	
FIFA online	騰訊	0.49	0.47	0.40	0.45	0.41	0.46	0.48	0.41	0.39	0.41	0.39	0.37	0.54	0.49	0.36	0.40	0.36	0.40	0.38	0.37	0.38	0.41	0.39	0.40	0.41	0.41	0.36	
劍俠3	金山	0.23	0.21	0.23	0.25	0.24	0.24	0.26	0.22	0.23	0.25	0.27	0.17	0.22	0.23	0.25	0.27	0.30	0.35	0.33	0.38	0.36	0.35	0.40	0.20	0.48	0.37	0.36	
反恐精英Online	世紀天成	0.46	0.51	0.40	0.36	-	0.33	0.42	0.60	-	-	0.35	0.36	-	0.42	0.44	0.38	0.35	0.31	-	0.36	0.38	0.38	-	-	-	-	0.51	0.36

資料來源：順網科技，交銀國際

手遊 2 季度收入環比可能承壓；長期看好生存類遊戲變現能力

PUBG (絕地求生) 兩款手遊 18 年 2 月上線，公司為了集中推廣該遊戲，在春節期間並未上線其他 RPG 類別的遊戲，而之前公司會在 1 季度上線 1-2 款商業化能力較強的遊戲產品（比如 RPG 類型）。因此，我們預計 2 季度手遊收入增長環比可能承壓。我們預計 2 季度手遊收入為 230 億元，環比增 6%，同比增 55%，關注 6-7 月份世界盃對體育類遊戲如 **FIFA 足球世界** 的推動。

HOK (王者榮耀) 1 季度表現強勁，DAU 依然有兩位數的增長。我們認為該遊戲的收入提升動力將會從 DAU 增長轉化為付費率的提升。根據 App Annie 4 月手遊榜單顯示，HOK 依然穩居全球 iOS 手遊收入榜首。我們預計 18 年 HOK 收入穩定增長 13% 至 200 億元。HOK 之外，騰訊的 **QQ 飛車**、**亂世王者**、**QQ 炫舞** 和 **奇跡：覺醒** 排名 4 月份中國 iOS 手遊暢銷榜前 10 名，與 1-3 月份榜單相比，**QQ 飛車** 和 **奇跡：覺醒** 排名有所波動，**亂世王者** 有所上升。

我們預期 18 年受到新遊戲以及高 ARPU 的 MMORPG 遊戲上線帶動，手遊毛收入增長 64%，達到約 1000 億元。

FIFA 足球世界: 端遊改編 IP，根據我們的監測，其端遊表現一直穩定，網吧熱度排名近兩年一直保持在前列 20 名。5 月 24 日上線後國內 iOS 手遊下載榜及暢銷榜排名快速提升。我們認為，受到世界盃的影響，手遊版或有較好表現。

拳皇命運: 基於拳皇系列經典熱門 IP，手遊版為原班製作團隊以及 PvP 玩法，於 5 月 17 日進行不刪檔測試，目前在國內 iOS 手遊暢銷榜中排名第四，在微信新遊榜中排名第二。

魔力寶貝: 由端遊 IP 改編，為二次元回合制 RPG 遊戲，預期上線後或有較好表現。

2018 年 5 月 28 日

騰訊 (700 HK)

傳奇系列、劍網 3 等端遊 IP 改編的手遊將在 18 年上線，IP 積累的老用戶可以快速提升手遊的關注度，且中重度 MMORPG 玩法將帶來較高 ARPU，從而推動手遊收入增長。

2018年5月28日

騰訊 (700 HK)

圖表 2：騰訊遊戲上線計畫（截至 2018 年 5 月）

遊戲種類	英文名稱	中文名稱	遊戲類型	代理/自研	
手遊	FIFA Mobile	FIFA 足球世界	SPG	代理	
	Kings of Fighter: Destiny	拳皇命運	MOBA ACG	代理	
	Stone Age	石器時代	MMORPG	代理	
	DnF Mobile (2D)	地下城與勇士	動作	代理	
	Lineage II Revolution	天堂 II：革命	角色扮演	代理	
	Need for Speed Online Mobile	極品飛車 OL 手機版	賽車	代理	
	JX Mobile 3	劍網 3：指尖江湖	MMORPG	代理	
	JX Mobile 2	劍俠情緣 2	MMO	代理	
	Fairy Tail Mobile	妖精的尾巴：魔導少年	MMORPG	自研	
	HatsuneMiku: Dream Vocal	初音未來：夢幻歌姬	音樂	代理	
	PUBG - Full Ahead	絕地求生 全軍出擊	第一人稱射擊	自研	
	PUBG - Exciting Battlefield	絕地求生 刺激戰場	第一人稱射擊	自研	
	ChuanQi World 3D	傳奇世界 3D	MMORPG	代理	
	Muses	雲裳羽衣	休閒	代理	
	Crossgate Mobile	魔力寶貝	角色扮演 ACG	代理	
	Sprite Hunter	一起來捉妖	休閒虛擬真實	自研	
	Kingshunter	王牌捉妖師	角色扮演	自研	
	Saint Seiya (Tencent)	聖鬥士星矢卡牌	卡牌	自研	
	MT4	我叫 MT4	MMO	代理	
	Command & Conquer: Red Alert OL	紅警 OL	策略	代理	
	Crossing Void	電擊文庫-零境交錯	MOBA ACG	代理	
	King of Kings 3D	萬王之王 3D	MMORPG	代理	
	The Rhythm Of The Clouds And Dreams	雲夢四時歌	卡牌	代理	
	Lord Xueying Mobile	雪鷹領主手遊	MMO	自研	
	Naruto OL	火影忍者 OL	卡牌	自研	
	The Outcast	一人之下	角色扮演	自研	
	HUNTERxHUNTER	全職獵人	動作 ACG	代理	
	Raziel	暗黑之書	動作角色扮演	代理	
	Perfect World Mobile	完美世界	MMO	代理	
	Samurai Showdown	侍魂-朧月傳說	動作	代理	
	ACG	Rising Fire	火源計畫	第一人稱射擊	代理
		Orcs Must Die	獸人必須死	TOBA	代理
Paragon		虛幻爭霸	MOBA	代理	
Rocket League		火箭聯盟	運動	代理	
Deformers		百變球球	動作	代理	
FIFA Online 4		足球線上	運動	代理	
Fortnite		堡壘之夜	第一人稱射擊	代理	
H1Z1		生存王者	第一人稱射擊	代理	
Playerunknown Battle Ground		絕地求生	第一人稱射擊	代理	
NBA2KOL2		籃球線上	運動	代理	
Project_F		手工星球	沙箱	代理	
Ylands		艾蘭島	沙箱	代理	
Robocraft		羅博造造	沙箱	代理	
Magic: The Gathering Arena		萬智牌：競技場	交換卡	代理	
MMORPG		Lost Saga	王牌對決	MMOG	代理
	Huihe (TBC)	靈山奇緣	角色扮演	自研	

資料來源：公司資料，交銀國際

2018 年 5 月 28 日

騰訊 (700 HK)

廣告：朋友圈、騰訊視頻廣告快速增長，QQ 看點提供未來收入增量

騰訊廣告收入增長主要來自社交平臺如朋友圈和媒體平臺如騰訊視頻的增長。我們預計 18 年騰訊廣告收入同比增 40%至約 560 億元，占總收入的比重為 17%，其中朋友圈廣告和騰訊視頻廣告收入增長將分別超過 80%和 50%。

從今年 3 月下旬，微信朋友圈廣告展示量從每天 1 條增加到每天 2 條。雖然目前廣告主回饋較為積極，但由於第二條廣告的填充率仍在調整階段，廣告主投放習慣仍需培養，我們預期朋友圈廣告位增長帶來的收入增量會逐步反映。朋友圈廣告 eCPM 價格目前較為穩定，根據公司指引，第一條和第二條廣告的價格無明顯差異。

騰訊視頻收入快速增長，18 年 1 季度廣告/付費收入同比增長達到 64%/85%。艾瑞資料顯示，18 年以來騰訊視頻流量健康增長，我們認為隨著平臺視頻內容更加豐富，使用者時長仍將有穩定增長。付費模式短期內或對廣告產生一些影響，但是廣告形式的創新，例如在自製 IP 節目中與廣告主深度合作進行廣告定制、中插等廣告形式，在逐漸得到廣告主認可後將成為新的收入增長引擎。

目前 QQ 看點 DAU 達到 8000 萬，我們估算其在 QQ 手機用戶中的滲透率約為 14%。目前 QQ 看點的資訊流廣告載入率仍然較低，未來隨著使用者規模、廣告位元的提升，我們預期將成為廣告收入的另一增長點。

支付

支付收入貢獻主要來自線下支付商戶交易手續費扣點（如掃碼支付）和提現手續費。其他收入如金融理財、利息收入占比較低。支付作為金融業務的基礎，我們認為對騰訊發展金融業務有重要的戰略意義，但短期內不貢獻利潤，且面臨激烈競爭，補貼成本仍然較高。我們估算，18 年支付收入有望增 68%至 660 億元，占收入的比重達到 20%。

微視

微視重新上線後，受到騰訊資源支持，包括社交關係鏈、30 億元的補貼計畫以及騰訊在內容生態領域（音樂、視頻）的 IP 版權優勢，微視的使用者規模快速增長，但基數仍然較低，我們認為未來有較大增長空間。

小程序

據資料顯示，小程序月活躍使用者規模在 1 季度突破 4 億，日活目前約為 1.5 億，其中主要為小遊戲的用戶。騰訊於今年 3-4 月上線小程序廣告以及安卓版本的小遊戲道具售賣，我們認為短期內對收入貢獻有限。

2018年5月28日

騰訊 (700 HK)

我們按照小程序50%的使用者為小遊戲用戶，以及5%的付費率，ARPU為50元/月，估計年化收入約60億元，占騰訊2018年收入的比​​例低於2%。按照30元eCPM假設，及日曝光1條廣告/用戶，我們估計年化廣告收入17億元，占騰訊2018年收入低於1%。我們認為，小程序降低了使用者APP使用門檻，解決長尾服務需求，長期看好小程序在提升使用者活躍度及粘性的作用，但對收入貢獻仍有待發掘。

估值分析

在騰訊現價（18年5月25日收盤）對應的估值中，我們估算微信估值為1856億美元（詳見圖表3，基於2019年25倍/25倍遊戲/廣告業務市盈率，以及金融業務1000億美元）；以及除微信外的平臺貢獻的廣告、遊戲、社交業務估值分別為285億美元（20倍19年市盈率）、1507億美元（分別基於10倍/25倍PC/手遊19年市盈率）、621億美元（基於15倍19年市盈率），和654億美元的投資價值。

我們微調收入及利潤預測，按照分部加總法，將估值調整到19年，對騰訊估值6655億美元，目標價從533港元上調到545港元，對應53倍/42倍18年/19年市盈率和35%上升空間。1) 除微信平臺外，a) 廣告業務給予30倍19年市盈率，估值427億美元；b) 遊戲業務給予28倍19年市盈率，估值1938億美元；c) 社交平臺給予30倍19年市盈率，估值1280億美元；2) 微信估值2183億美元，基於35倍/35倍19年遊戲/廣告業務市盈率及1000億美元金融業務估值（7倍19年市銷率）；3) 其他業務（包括雲業務），給予10倍19年市銷率，估值173億美元；以及4) 654億美元的投資業務價值。我們認為騰訊現價對應的估值仍有提升空間，其他業務如雲的增長潛力尚未在估值中完全體現。維持買入評級。

圖表3：騰訊業務分部估值，當前股價估值仍有提升空間

	2019年業務盈利預期				騰訊當前股價對應				騰訊目標價對應			
	收入	淨利潤率	淨利潤	淨利潤增速	市盈率(倍)	市銷率(倍)	估值	估值占比	市盈率(倍)	市銷率(倍)	估值	估值占比
	(百萬人民幣)	(%)	(百萬人民幣)	(%)	2019E	2019E	(百萬美元)	(%)	2019E	2019E	(百萬美元)	(%)
除微信平臺												
廣告	35,850	25	8,962	37	20	5.0	28,452	6	30	7.5	42,678	6
遊戲	150,821	36	54,336	18	22	6.3	150,693	31	28	8.1	193,816	29
PC端	60,597	45	27,269	7	10	4.5	43,284	9	15	6.8	64,926	10
手機端	90,223	30	27,067	33	25	7.5	107,409	22	30	9.0	128,891	19
社交平臺	89,614	30	26,884	30	15	4.4	62,103	13	30	9.0	128,020	19
其他(雲)	10,900	-104	-11,388							10.0	17,302	3
微信平臺	162,119	13	20,607	53	57	7.2	185,584	38	67	8.5	218,294	33
廣告	48,495	30	14,548	61	25	7.5	57,732	12	35	10.5	80,825	12
遊戲	20,196	30	6,059	36	25	7.5	24,043	5	35	10.5	33,661	5
支付	93,428	NA	NA	NA	NA	7.0	103,809	21	NA	7.0	103,809	16
投資價值							65,376	13			65,376	10
總計	449,304	22	99,401	26	31	6.9	492,208	100	42	9.3	665,486	100

資料來源：公司資料，交銀國際預測

圖表 4：損益表預測

年結 12 月 31 日 (百萬人民幣)	2Q17	1Q18	2Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
總收入	56,606	73,528	79,055	237,760	337,625	449,304	558,072
同比 (%)	59	48	40	56	42	33	24
互聯網增值服務	36,804	46,877	48,255	153,983	208,169	260,631	309,085
同比 (%)	43	34	31	43	35	25	19
-社交媒體	12,943	18,099	19,479	56,100	83,533	109,810	134,509
同比 (%)	51	47	50	52	49	31	22
-遊戲	23,861	28,778	28,775	97,883	124,636	150,821	174,576
同比 (%)	39	26	21	38	27	21	16
廣告	10,148	10,689	13,593	40,439	56,324	84,345	108,276
同比 (%)	55	55	34	50	39	50	28
支付、雲及其他	9,654	15,962	17,208	43,338	73,132	104,328	140,711
同比 (%)	177	111	78	56	42	33	24
毛利潤	28,306	37,042	36,459	116,925	160,617	205,902	247,977
同比 (%)	38	46	29	38	37	28	20
毛利率 (%)	50	50	46	49	48	46	44
推廣費用	-3,660	-5,570	-6,324	-17,652	-28,579	-38,296	-46,721
研發費用	-4,241	-5,006	-5,850	-17,456	-24,555	-32,610	-39,744
行政及一般費用	-3,929	-4,424	-4,999	-15,595	-20,341	-25,393	-29,690
運營利潤	22,560	30,692	21,433	90,302	102,235	118,193	140,412
同比 (%)	57	59	-5	61	13	16	19
運營利潤率	40	42	27	38	30	26	25
Non-GAAP 淨利潤	16,391	18,313	18,100	65,126	78,652	99,401	117,742
同比 (%)	45	29	10	43	21	26	18
淨利潤率 (%)	29	25	23	27	23	22	21
攤薄每股盈利 (人民幣)	1.91	2.44	1.69	7.53	8.14	9.54	11.40
Non-GAAP 攤薄每股盈利 (人民幣)	1.72	1.91	1.89	6.92	8.22	10.37	12.26
Non-GAAP 攤薄每股盈利 (港元)	1.97	2.36	2.32	8.00	10.06	12.60	14.89

資料來源：公司資料，交銀國際預測

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來 12 個月的總回報**高於**相關行業。
中性：預期個股未來 12 個月的總回報與相關行業**一致**。
沽出：預期個股未來 12 個月的總回報**低於**相關行業。
無評級：對於個股未來 12 個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現相對於大盤標竿指數**具吸引力**。
同步：分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現與大盤標竿指數**一致**。
落後：分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現相對於大盤標竿指數**不具吸引力**。
香港市場的標竿指數為**恒生綜合指數**，A 股市場的標竿指數為 **MSCI 中國 A 股指數**，美國上市中概股的標竿指數為**標普美國中概股 50 (美元) 指數**。

2018年5月28日
騰訊 (700 HK)

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii) 他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點并無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們并無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、鄭州銀行股份有限公司、盈健醫療集團有限公司、中糧肉食控股有限公司、河北翼辰實業集團股份有限公司、中國飛機租賃集團控股有限公司、東方證券股份有限公司、無錫市建設發展投資有限公司、國銀金融租賃股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、光大證券股份有限公司、中國首控集團有限公司、佳源國際控股有限公司、瀘州市興瀘水務(集團)有限公司、中國郵政儲蓄銀行股份有限公司、招商證券股份有限公司、山東省國際信託股份有限公司、廣東康華醫療股份有限公司、中信建投證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、HPC Holdings Limited、國泰君安證券股份有限公司、中原銀行股份有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司及安樂工程集團有限公司有投資銀行業務關係。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有東方證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有光大證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國聯證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國泰君安證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中國新華教育集團有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，并且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、并可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當并提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有資訊，并可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而并非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。