

微信生态向 B 端辐射，下半场看“大单品”与广告的 C 端变现

买入（首次）

2018 年 06 月 05 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 肖文瀚

18317047068

xiaowh@dwzq.com.cn

研究助理 李磊

lilei@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	2377.60	3335.98	4355.62	5445.19
YOY	56.23%	40.31%	30.56%	25.02%
Non-GAAP 归母净利润（亿元）	651.26	840.97	1121.96	1477.43
YOY	43.39%	29.13%	33.41%	31.68%
Non-GAAP 每股收益（港元/股）	8.40	10.85	14.47	19.06
P/E（倍，non-GAAP）	50	39	29	22

投资要点

■ **微信生态成为中长期看点，辐射范围从 C 端向 B 端迈进：**移动互联网红利褪去，应用生态面临改革。我们认为小程序大大加强了微信生态的兼容性，微信生态的发展预计将成为公司的中长期看点。腾讯围绕微信的更新将代表着生态的发展方向，其辐射范围不再局限于 C 端，而是逐渐向 B 端的电商、生活服务、内容等领域迈进。

■ **网游：“大单品时代”来袭，围城内看头部产品的变现效率：**我们判断手游行业的“大单品时代”降临，背靠社交流量的优势，腾讯与二线厂商的紧密合作提高了产品供给端的稳定性。网游业务向上的弹性依赖于“大单品”变现效率的提升，积极关注《绝地求生：刺激战场》的变现节奏。

■ **广告：对比 FB 仍处于变现早期，当前软硬件条件已具备：**对比 Facebook 在全球范围内的收入与地区 ARPU 值，我们认为腾讯的广告变现仍然处于早期阶段。广告业务成本端近两年受到视频内容持续加大投入的影响，毛利率较可比互联网公司明显偏低。通过对朋友圈广告变现潜力的测算，我们认为社交广告具备再造当前利润体量的潜力，核心关注广告业务两条主线的推进：1、以朋友圈为首的社交广告变现加强；2、媒体广告的持续增长与内容端投入的收缩。

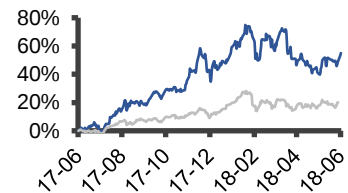
■ **金融与云：稳健与长期发展，生态巨头的“飞轮效应”：**金融与云业务体现了公司的远期增长潜力，公司未来将进一步发力企业服务等领域，生态协同的重要性将提升，金融与云的稳健长期发展有望为腾讯带来“飞轮效应”。金融业务有望继续受益于第三方支付规模的快速增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们认为微信生态将成为公司中长期的看点，微信体系的影响半径从 C 端蔓延到 B 端。网游头部产品的变现与广告业务的潜力为短中期业绩的主要影响因素。后续期待金融业务与云业务的稳健发展。我们预计 FY18-20 的 non-GAAP EPS 为 10.85/14.47/19.06 港元，对应 PE 为 39/29/22 倍，对应 19 年 PEG 为 0.87。我们通过 SOTP 与 DCF 分析，给予目标价 558 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**微信生态发展低于预期，网游变现节奏存在不确定性，广告业务的变现进展低于预期，监管层面风险。

股价走势

— 腾讯控股 — 恒生指数



市场数据

收盘价(港元)	420.00
一年最低/最高价	260.40/476.60
市净率(倍)	11.73
港股流通市值(百万港元)	3991719.45

基础数据

每股净资产(元)	29.20
资产负债率(%)	50.98
总股本(百万股)	9504.09
流通股本(百万股)	9504.09

相关研究

Risk-Reward



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

目标价： HK\$558

综合 SOTP (HK\$566) 与 DCF 中性预计 (HK\$549.46)。

乐观 HK\$674.62

DCF 分析（乐观预计）

我们假设 2017-2021 年增值业务复合增长率为 19.21%，网络广告为 46.51%，其他业务为 56.47%。

中性 HK\$558.00

综合 SOTP (HK\$566) 与 DCF 中性预计 (HK\$549.46)

其中 DCF 部分，我们假设 2017-2021 年增值业务复合增长率为 14.93%，网络广告为 40.93%，其他业务为 51.63%。

保守 HK\$384.19

DCF 分析（保守预计）

我们假设 2017-2021 年增值业务复合增长率为 11.96%，网络广告为 31.36%，其他业务为 42.96%。

内容目录

1. 微信生态成为中长期看点，辐射范围从 C 端向 B 端迈进	5
1.1. 自上而下：移动互联网红利褪去，应用生态面临改革需求	5
1.2. 小程序打开生态兼容性，微信生态开启 B 端辐射	6
1.3. 微信发布重大更新，朝 OS 迈进	7
2. 网游：“大单品时代”来袭，围城内看头部产品的变现效率	9
2.1. 千万级 DAU 产品撑起头部空间，网游“大单品时代”来袭	9
2.2. 二线厂商合作继续加强，打造全品类围城	11
2.3. 弹性关注“大单品”的变现节奏，中长期预计波动性加大	12
3. 广告：对比 FB 仍处于变现早期，当前软硬件条件已具备	14
3.1. 对比 FB 营收与 ARPU，广告变现处于早期阶段	14
3.2. 内容采购影响短期利润，期待蓄力后的反弹	15
3.3. 以朋友圈为首的社交广告变现加速，进入毛利率上扬阶段	16
4. 金融与云：稳健与长期发展，生态巨头的“飞轮效应”	17
4.1. 金融业务：关注微信支付的场景渗透，稳健、长期为关键词	17
4.2. 云业务：飞轮的最后一块拼图，生态玩具有天然优势	18
5. 估值探讨	20
5.1. 分部估值 SOTP	20
5.2. DCF 分析	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 中国移动设备月度活跃数与同比增速.....	5
图 2: 中国手机网民规模与手机网民占比.....	5
图 3: 用户月度总使用时长与人均单日使用时长.....	6
图 4: 中国移动网民人均使用 APP 个数.....	6
图 5: 小程序解决后端非标准化服务.....	6
图 6: 微信生态成为大中小 B 争相进入的风口	7
图 7: 新版本沉浸式体验	8
图 8: 微信新设悬浮窗口功能	8
图 9: 2008-2017 年端游、手游、页游市场规模	9
图 10: 2009-2017 年游戏行业增量拆分	9
图 11: 2016 和 2017 年中国手游各类型产品实际销售收入占比	10
图 12: 2017 年中国手游市场各类型产品实际销售收入变化瀑布图	10
图 13: 《王者荣耀》手游 iOS 畅销榜排行 (2017.06.05-2018.06.05)	10
图 14: 腾讯游戏发展阶段大事记	11
图 15: 2018 年 1 月-3 月吃鸡手游 APP 日活跃用户规模.....	12
图 16: 《绝地求生: 刺激战场》手游 iOS 免费榜排行 (2018.03.04-2018.06.04)	13
图 17: 1Q2015-1Q2018 腾讯广告营收构成 (单位: 亿元)	14
图 18: 1Q2015-1Q2018 Facebook 广告地区营收构成 (单位: 亿美元)	14
图 19: 1Q2015-1Q2018 腾讯广告与 FB 的季度 ARPU 值对比 (单位: 美元)	15
图 20: 2014-2017 腾讯在线内容授权的添置与摊销	16
图 21: 腾讯发展三个阶段	17
图 22: 4Q2016-4Q2017 中国第三方移动支付市场规模与环比增速	18
图 23: 3Q2016-4Q2017 中国第三方移动支付市场份额	18
图 24: 腾讯云业务发展阶段	18
图 25: 腾讯云提供的人工智能与大数据产品.....	19
表 1: 2018 腾讯 UP 大会公布游戏产品 Pipeline.....	11
表 2: 腾讯广告业务与 FB、微博营收与毛利率对比 (2017 年和 1Q2018)	15
表 3: 腾讯金融投资参控股公司一览.....	17
表 4: 腾讯 SOTP 估值	20
表 5: 情景分析的关键假设	21
表 6: 腾讯中性 DCF 分析	21

1. 微信生态成为中长期看点，辐射范围从 C 端向 B 端迈进

移动互联网开启下半场，腾讯通过微信小程序的推出，使原本相对封闭的微信体系变得更加开放，在轻应用领域走在了世界的前头。

在基础设施逐渐完善、变现闭环逻辑逐渐打通的背景下，国内大中小商家争相接入微信体系，拥抱超过 10 亿的月活用户。未来商家活跃度、用户活跃度与微信体系内的 GMV 都将作为重要跟踪指标。

我们通过自上而下的产业逻辑分析，看好微信生态的发展潜力，预计将成为公司的中长期看点。腾讯围绕微信的更新将代表着生态的发展方向，其辐射范围不再局限于 C 端，而是逐渐向 B 端的电商、生活服务、内容等领域迈进。

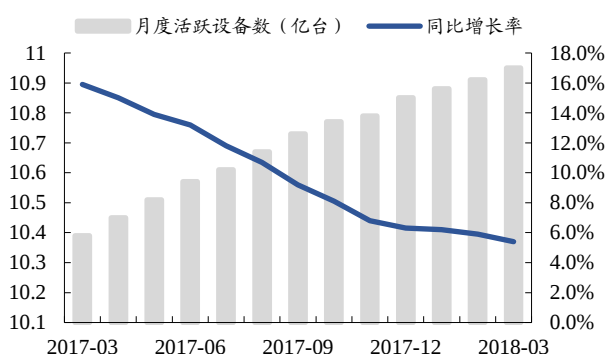
1.1. 自上而下：移动互联网红利褪去，应用生态面临改革需求

移动活跃设备数趋于饱和，随着三四五线城市用户下沉的推进，最后一波互联网红利正逐渐褪去。

根据 QuestMobile，自 2017 年 9 月起，移动设备月度活跃数同比增速下降至个位数，2018 年 3 月，移动设备月度活跃数的同比增速进一步下降至 5.4%，月度活跃设备达到 10.95 亿台，渗透率已接近饱和。

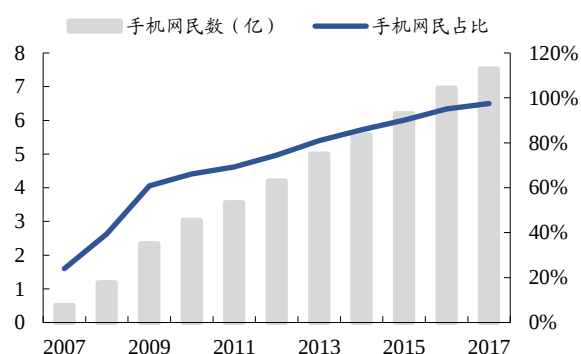
根据 CNNIC 数据，2017 年 12 月手机网民规模达到 7.5 亿人，占全体网民比例达到 97.5%，标志中国互联网网民已基本完成从 PC 端到移动端的转移。

图 1：中国移动设备月度活跃数与同比增速



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

图 2：中国手机网民规模与手机网民占比



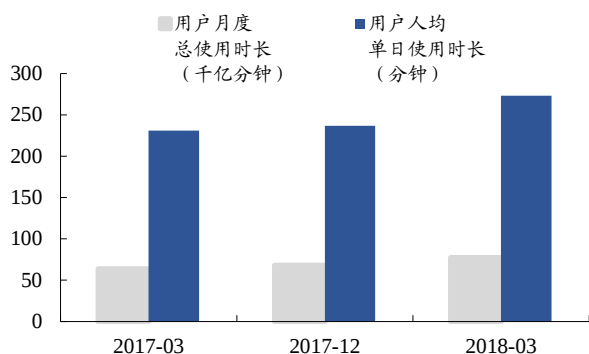
数据来源：CNNIC，东吴证券研究所

根据 QuestMobile 的数据，2018 年 3 月人均单日移动设备使用时长达到 4.5 小时，主要由于吃鸡手游与抖音等产品的风靡，但剩余空间已较为有限。细分垂直服务需求的增多与人均 APP 使用个数的瓶颈之间的矛盾愈发突出，应用的生态将受到人均 APP 使

用个数的桎梏。

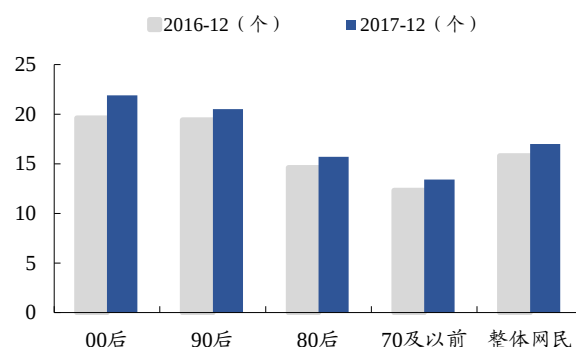
单用户时长实现短暂的跳跃式增长，但剩余空间已较为有限，至此增量思维转向存量思维。在人均 APP 使用个数的瓶颈下，中长尾应用的空间受到挤压，应用生态面临改革的需求。

图 3：用户月度总使用时长与人均单日使用时长



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

图 4：中国移动网民人均使用 APP 个数



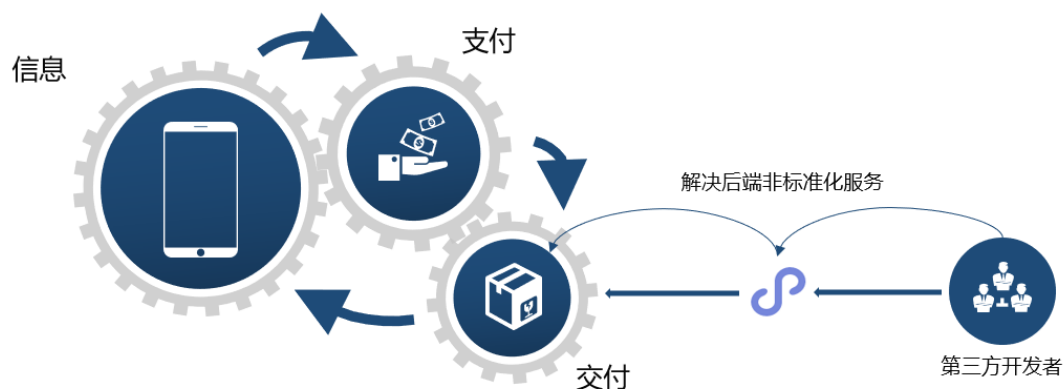
数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

1.2. 小程序打开生态兼容性，微信生态开启 B 端辐射

小程序解决非标准化服务，微信生态的兼容性得到大大加强：小程序的诞生背负着解决非标准化服务与线上线下场景融合的使命。

继公众号内容解决前端标准化信息，财付通解决中端标准化支付后，小程序通过第三方的开发者解决了后端提供非标准化服务的需求。更优的使用体验与更多样化的入口分别对应着用户与商家的痛点，自此微信体系内的变现闭环实现打通，第三方服务的兼容性得到大大加强。

图 5：小程序解决后端非标准化服务



数据来源：东吴证券研究所整理

微信生态成为大中小商家争相竞逐的风口，开启 B 端辐射：相对更低研发成本、更多样化的获客方式、10 亿以上的月活用户、完善的变现闭环使得大中小商家争相接入微信体系。根据信通院统计，2018 年初已有 95% 的电商平台接入小程序。

小程序产业链处于快速发展中，未来商家活跃度、用户活跃度与微信体系内的 GMV 都将成为重要跟踪指标。与 8 年前微博崛起带来的营销风口，4 年前公众号带来的自媒体风口相比，小程序的包容性远远超出前两者，社交流量成为了新一轮培育中小厂商的沃土。微信每一次的重要更新与规则变化将不再局限于 C 端用户，而是进一步辐射到电商、工具、内容等 B 端领域。

图 6：微信生态成为大中小 B 争相进入的风口



数据来源：《2017 微信数据报告》，鲸准数据，信通院，微信小程序，东吴证券研究所

1.3. 微信发布重大更新，朝 OS 迈进

微信 6 月 1 日发布重要更新，加入了“悬浮窗”功能与修改界面加强沉浸式体验。在手机应用过剩的时代，微信通过小程序具备了整合多种“低频且功能单一”的应用于一体的能力，本次的重大更新使得微信变得更像一个操作系统。

微信新增“悬浮窗”功能，由单任务转变为多任务模式，增加用户留存时间：“悬浮窗”为用户提供了方便快捷的切换入口，改变之前“单一任务模式”的痛点，形成多任务同步进行的新模式。

公众号内容与朋友圈内容界面修改，增强沉浸式体验：微信内公众号主页、文章阅读与聊天界面以及朋友圈的浏览界面均发生了变化，顶端的黑色条被换成更简洁的白色，返回按钮在下拉时出现，使得整体体验更加沉浸，切换操作顺畅度得到加强，提升了用户社交与阅读的沉浸体验，从而增加用户的留存时间。

图 7：新版本沉浸式体验



数据来源：公众号腾讯研究院，公众号 AssBook 设计食堂，东吴证券研究所

图 8：微信新设悬浮窗口功能



数据来源：微信发现截图，公众号百度，东吴证券研究所

2. 网游：“大单品时代”来袭，围城内看头部产品的变现效率

近三年手游撑起了中国网游行业的增长，我们此前提出手游的发展历经两波红利：2012-2014 年的人口红利与 2015-2017 年的端转手红利。

站在人口红利褪去，端转手接近尾声的时点，我们对手游行业提出一个新的判断：**“大单品时代”降临，标志着产业的上限空间，将从过去的由爆品矩阵（几十万级 DAU）支撑，逐渐过渡到由头部“大单品”（千万级 DAU）决定。**

腾讯作为中国网游行业的绝对龙头企业，背靠社交网络的流量，在自研与代理发行端不断取得突破，近期与二线厂商的合作持续加强，逐渐构筑了全品类的产品围城，在稳定性上得到更大的保障。

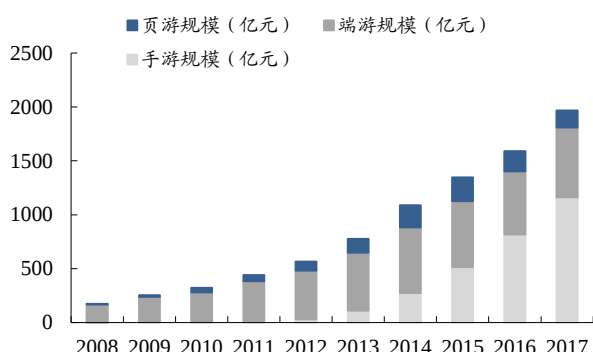
网游业务向上的弹性则依赖于“大单品”变现效率的提升，当前公司拥有《王者荣耀》、《QQ 飞车》、《绝地求生：刺激战场》等高 DAU 产品，《绝地求生：刺激战场》的变现节奏将成为 2018 年业绩增长的核心变量。

2.1. 千万级 DAU 产品撑起头部空间，网游“大单品时代”来袭

中国网游行业市场规模持续提升，手游行业为主驱动与主战场。

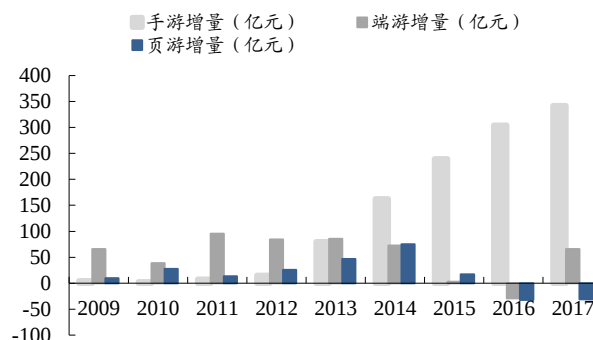
中国网游行业经历了端游、页游与手游的蓬勃发展，根据游戏工委数据，2017 年网游行业规模接近 2000 亿元，其中手游规模达到 1161.2 亿元，占比超过 50%。从每年行业增量来看，自 2014 年开始，手游成为网游行业的最大增量，2015-2017 年分别贡献了 239.7、304.6、342 亿元的增量。

图 9：2008-2017 年端游、手游、页游市场规模



数据来源：GPC、CNG&IDC，东吴证券研究所

图 10：2009-2017 年游戏行业增量拆分



数据来源：GPC、CNG&IDC，东吴证券研究所

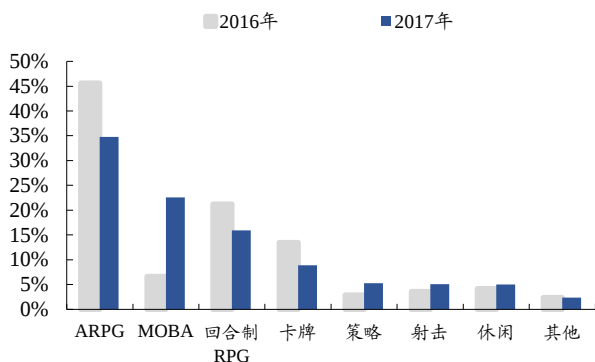
存量与增量的界限逐渐清晰，MOBA 贡献了 2017 年最主要增量。

从手游各细分行业占比与增量来看，2017 年手游行业总共 342 亿增量中，MOBA

贡献了 208.36 亿元，其中《王者荣耀》占据了绝大部分增量。策略类、ARPG、射击类、休闲类则分别贡献了 20-40 亿元的增量。

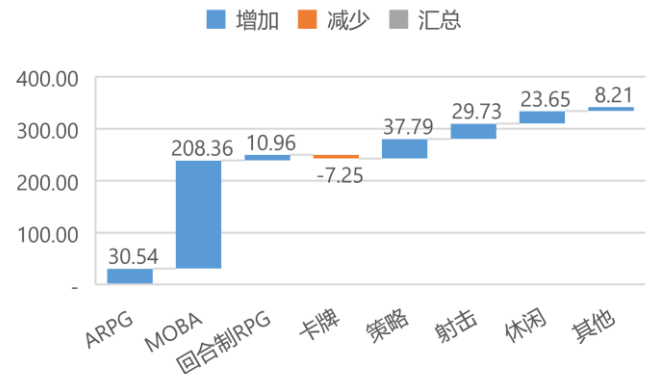
我们认为手游作为行业的主要驱动与游戏厂商间的主要战场，目前存量品类与增量品类之间的边界正变得逐渐清晰。如果剔除 MOBA 的影响（主要为《王者荣耀》），2016 年和 2017 年手游市场规模（除 MOBA 外）分别为 765 亿元和 899 亿元，同比增速为 17.5%。

图 11：2016 和 2017 年中国手游各类型产品实际销售收入占比



数据来源：GPC、CNG&IDC，东吴证券研究所

图 12：2017 年中国手游市场各类型产品实际销售收入变化瀑布图（单位：亿元）



数据来源：GPC、CNG&IDC，东吴证券研究所

进入 2018 年，千万级 DAU 产品的影响愈发明显，行业进入“大单品时代”。

去年《王者荣耀》的迅速风靡使得移动电竞手游用户规模与营收大幅增长，根据 QuestMobile 的数据，2018 年春节期间《王者荣耀》DAU 达到 1.285 亿，超高的 DAU 与相对可观的变现效率使得《王者荣耀》持续占据 iOS 畅销总榜榜首的位置，打响了“大单品时代”的第一枪。

图 13：《王者荣耀》手游 iOS 畅销榜排行（2017.06.05-2018.06.05）

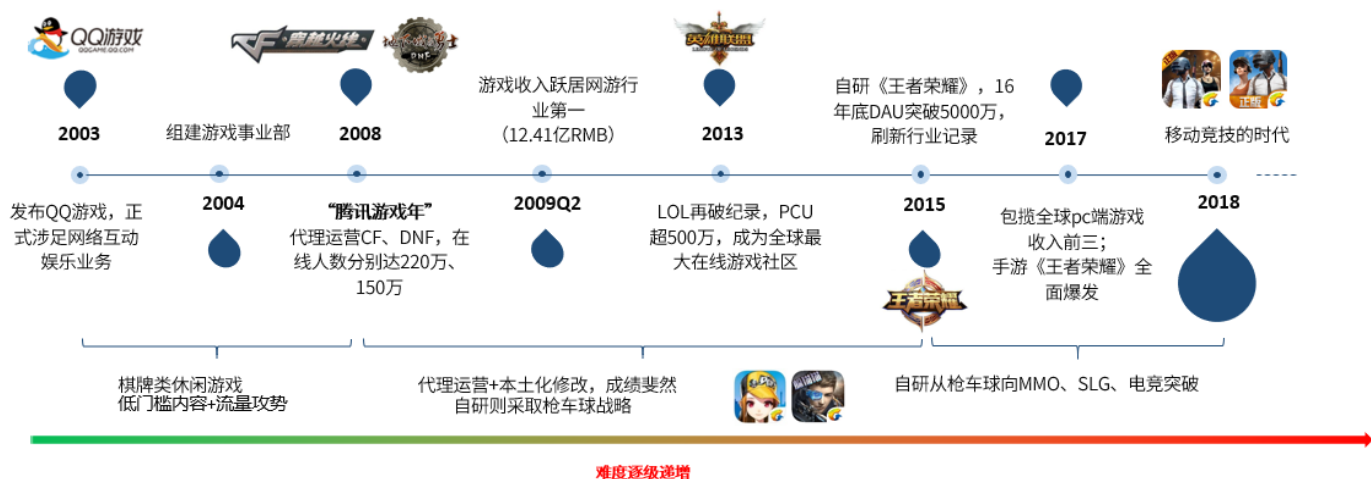


数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

2.2. 二线厂商合作继续加强，打造全品类围城

腾讯从 2003 年开始，经历了从“棋牌游戏”到“枪车球舞”到“中重度产品”的过程，公司通过自研加代理的方式，在多个品类上完成布局。其中西山居、畅游、盛大等游戏厂商与公司展开多次合作，为腾讯提供了优质产品输出，在 2015-2017 年的端转手阶段，《新剑侠情缘》、《天龙八部手游》、《热血传奇》、《龙之谷》等产品推动了公司网游业务的高增长。

图 14：腾讯游戏发展阶段大事记



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

进入 2018 年，公司与二线游戏厂商的合作进一步加强，一季度掌趣旗下天马时空研发、腾讯独代的《奇迹 MU：觉醒》取得了优异表现，近期盛大产品《传奇世界 3D》也正式上线。

值得一提的是，老牌游戏厂商完美世界，今年将有两款大作交由腾讯独家代理发行：《云梦四时歌》与《完美世界手游》。在移动互联网进入下半场，流量资源重要性增强的背景下，腾讯的流量优势将愈发凸显。我们预计未来优质游戏研发商与公司的合作将更加紧密，优质产品的不间断供应确保了网游内容供给端的稳定性。

表 1：2018 腾讯 UP 大会公布游戏产品 Pipeline

游戏名称	研发商	运营商	预计上线时间
云梦四时歌	完美世界	腾讯	2018 年 8/9 月
罗博造造	英国独立游戏厂牌 Freejam	腾讯	2018 年 5 月底/6 月
一起来捉妖	腾讯	腾讯	2018 年 5 月上旬（成都）
完美世界手游	完美世界	腾讯	2018 年 10 月
艾兰岛	Bohemia Interactive	腾讯	2018 年 6 月
自由幻想	腾讯光子工作室	腾讯	2018 年内
NBA2K Online2	腾讯和 2K 以及其旗下工作室 Visual Concepts	腾讯	TBD
暗黑之书	帝释天软件	腾讯	2018 年暑期档正式开启内测
雪鹰领主	北极光工作室群	腾讯	5 月开启手游超凡先锋测试

狐妖小红娘	北极光工作室群	腾讯	2018 年秋季
王牌捉妖师	光子工作室群	腾讯	TBD
云裳羽衣	西山居	腾讯	2018 年暑期
红警 OL	有爱互动	腾讯	2018 年 7 月
万智牌: 竞技场	威世智 (WIZARDS OF THE COAST)	腾讯	TBD
火影忍者 OL 手游	株式会社万代南梦宫娱乐、腾讯魔方工作室群	腾讯	2018 年 5 月 29 日首测
传奇世界 3D	盛大游戏	腾讯	2018 年 5 月 29 日首测
一人之下	魔方工作室群	腾讯	4 月 19 日开启精英测试
堡垒之夜	Epic Games	腾讯	2017 年 4 月国服预约开始
破苍穹:斗帝之路	天美工作室群	腾讯	2018 年暑期
圣斗士星矢	天美工作室群	腾讯	TBD
电击文库: 零境交错	成都格斗科技有限公司	腾讯	2018 年暑期
手工星球	腾讯	腾讯	2018 年第三季度开启内测
猎人	蓝图	腾讯	TBD
侍魂: 胧月传说	乐道互动	腾讯	2018 年 5 月开启和风品鉴首测

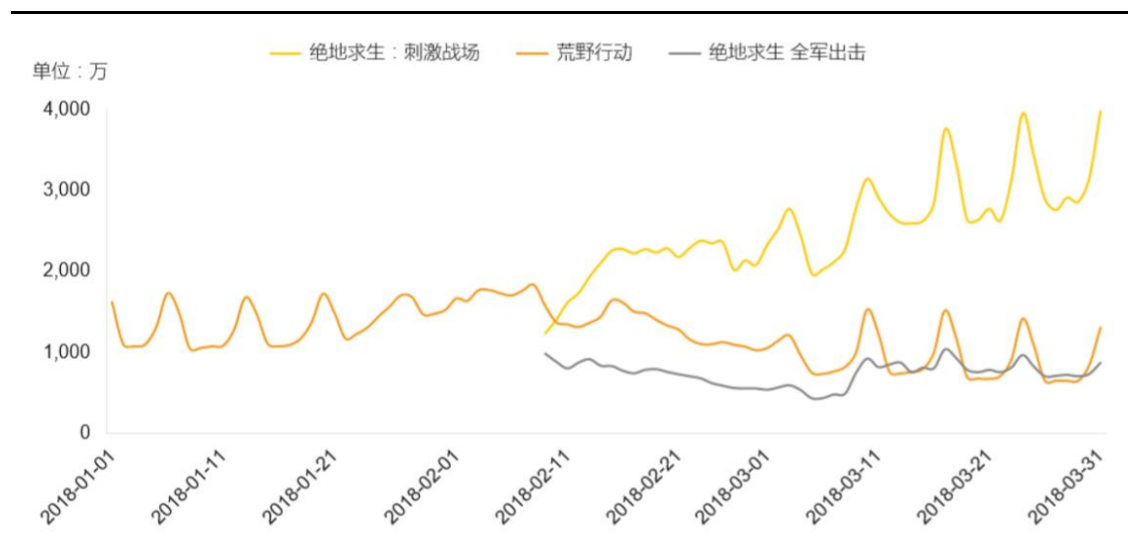
数据来源: 2018 腾讯 UP 大会, Gamesky, 东吴证券研究所

2.3. 弹性关注“大单品”的变现节奏，中长期预计波动性加大

公司业绩的弹性将依赖于“大单品”的变现，全品类矩阵给予公司网游产品供给端较高的稳定性，但由于“大单品”变现节奏的不确定性，中长期业绩增长预计波动性将加大。

根据 QuestMobile 统计，2018 年春节期间 DAU 超过 1000 万的手游还包括《QQ 飞车》(2256 万)、《绝地求生: 刺激战场》(2253 万)、《荒野行动》(1469 万)，其中《绝地求生: 刺激战场》的 DAU 持续攀升，截止 3 月底已接近 4000 万。

图 15: 2018 年 1 月-3 月吃鸡手游 APP 日活跃用户规模



数据来源：QuestMobile，东吴证券研究所

多款千万级 DAU 的手游大单品占据了大量的用户时长,行业从过去几十万 DAU 撑起的“爆品时代”转向千万级 DAU 决定行业上限的“大单品时代”。公司的《绝地求生：刺激战场》手游自 2018 年 2 月份上线以来，大部分时间均占据 iOS 游戏免费榜单榜首位置，但由于版号原因，国内尚未开启付费变现。

《绝地求生：刺激战场》的变现节奏将成为今年公司网游业务增速的一个重要影响因素。在“大单品时代”，公司未来所拥有的“大单品”的活跃度与变现效率将较大程度上影响网游业务的增速，我们预计网游增速的波动性将加大。

图 16:《绝地求生：刺激战场》手游 iOS 免费榜排行（2018.03.04-2018.06.04）



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

3. 广告：对比 FB 仍处于变现早期，当前软硬件条件已具备

对比 Facebook 在全球范围内的收入与地区 ARPU 值，我们认为公司的广告变现仍然处于早期阶段。广告业务成本端近两年受到视频内容持续加大投入的影响，毛利率较可比互联网公司明显偏低。

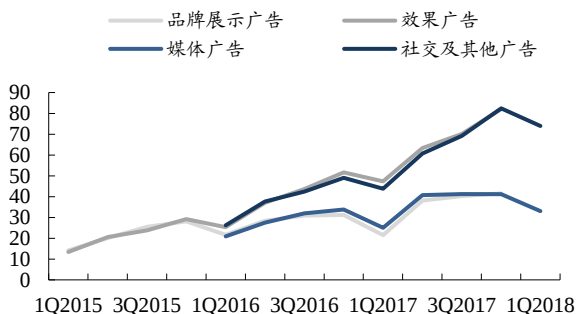
我们认为公司广告业务在未来几年将呈现收入与毛利率双升的态势，核心关注广告业务两条主线的推进：1、以朋友圈为首的社交广告变现加强；2、媒体广告的持续增长与内容端投入的收缩。

3.1. 对比 FB 营收与 ARPU，广告变现处于早期阶段

对比 FB 在全球范围内的营收与不同地区的 ARPU 值，腾讯的广告业务变现效率存在较明显差距，变现处于早期阶段。

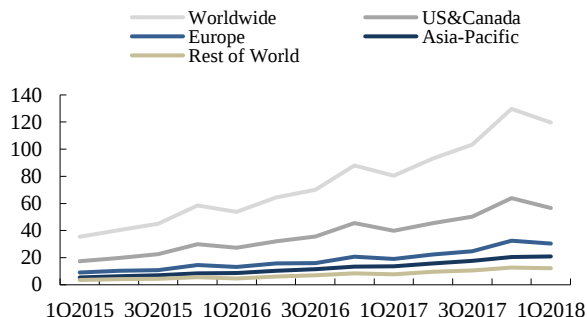
对比广告营收：当前腾讯整体广告的营收（社交广告+媒体广告）略低于 FB 在亚太地区的营收，基本处于同一水平。

图 17: 1Q2015-1Q2018 腾讯广告营收构成（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18: 1Q2015-1Q2018 Facebook 广告地区营收构成（单位：亿美元）

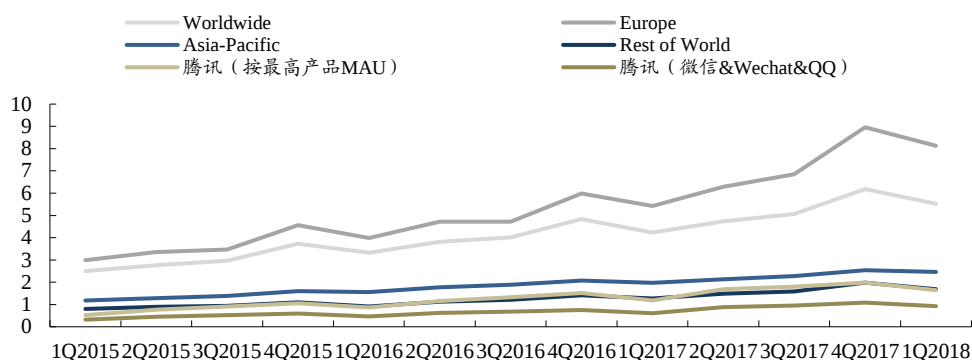


数据来源：Facebook 财报，东吴证券研究所

对比单用户 ARPU：我们以腾讯公布的季度网络广告收入除以社交产品的 MAU（当期与上一期 MAU 的平均值），得到单用户的季度 ARPU 值。从整体变现效率来看，腾讯网络广告的季度 ARPU 值（按最高产品 MAU）仅仅与 FB 在非洲、拉丁美洲、中东等地区相当，明显低于北美与欧洲，较 FB 亚太区的 ARPU 值仍然有 30-40% 的差距。

主要原因包括：1、微信对用户体验的追求与对变现的克制；2、信息流技术的差距：用户颗粒度、精准度等；3、变现闭环过去尚未打通，公众号等前端内容与后端变现逐渐实现对接。考虑到腾讯的广告收入中包含腾讯视频等媒体广告部分，公司的广告变现仍然处于较早期阶段，变现效率具有较大的提升空间。

图 19: 1Q2015-1Q2018 腾讯广告与 FB 的季度 ARPU 值对比 (单位: 美元)



数据来源: 公司公告, Facebook 财报, 东吴证券研究所 注: 计算使用人民币对美元汇率为 0.1555

3.2. 内容采购影响短期利润, 期待蓄力后的反弹

对比中美具有社交属性的公司: Facebook 与微博, 腾讯的广告业务毛利率显著偏低, 1Q18 仅为 31%, 主要原因为腾讯广告业务的成本中包含了腾讯视频等内容采购的投入与摊销。

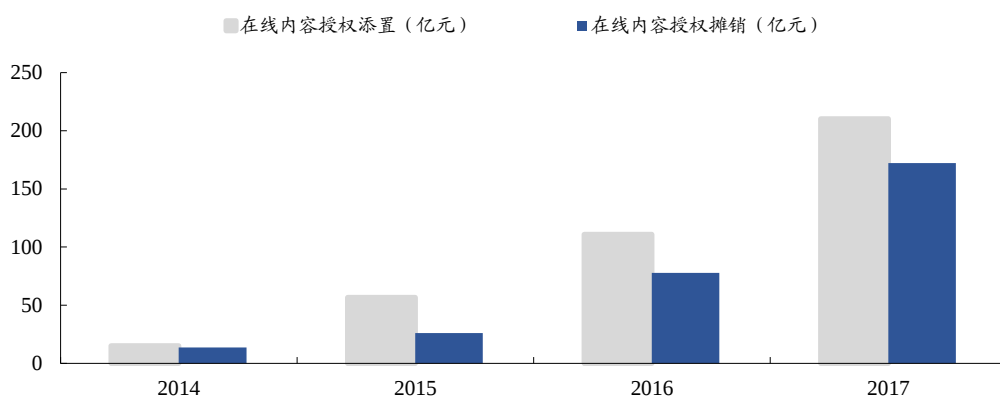
表 2: 腾讯广告业务与 FB、微博营收与毛利率对比 (2017 年和 1Q2018)

	2017			1Q2018		
	营业收入	广告占比	销售毛利率	营业收入	广告占比	销售毛利率
FACEBOOK (亿美元)	406.53	98%	87%	119.66	99%	84%
微博 (亿美元)	11.50	87%	80%	3.50	87%	82%
腾讯广告业务 (亿元)	404.39	-	37%	106.89	-	31%

数据来源: 公司公告, Facebook 财报, 微博财报, 东吴证券研究所

根据公司财报披露, 腾讯在 2016 年和 2017 年在线内容授权部分的添置与摊销呈现快速增长, 2017 年在线内容授权部分摊销金额超过 172 亿元, 同比增长超过 121%, 视频内容处于蓄力阶段。我们预计随着腾讯视频等内容成本相对收入的比重下降, 以及社交广告在广告业务中的占比提升, 广告业务有望在蓄力后加速上涨。

图 20: 2014-2017 腾讯在线内容授权的添置与摊销



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 以朋友圈为首的社交广告变现加速, 进入毛利率上扬阶段

根据财报披露, 从今年 3 月底开始, 微信正式放开朋友圈每天的第二条广告。考虑到微信&Wechat 2018 年一季度 MAU 达到 10.4 亿, 且日登陆用户超过 9 亿 (2017 年 9 月数据), 我们认为以朋友圈为首的社交广告变现正处于快速增长阶段。

CPM 测算方式如下:

- 微信核心经营数据: 10.4 亿的月活跃账户 (2018 年 Q1), 9 亿以上的日登陆账户 (2017 年 9 月);
- 假设朋友圈转化率为 75%, 即日登陆账户中使用朋友圈的转化比例;
- 假设朋友圈广告综合 CPM 价格为 70-80 元;
- 拟定远期广告数量上限: 假设单个日活跃账号转化后每日在朋友圈刷出 5 条广告;

我们通过固定价格, 提升广告加载数的方式进行测算, 远期朋友圈单日广告潜在收入 = $9 \text{ 亿} \times 75\% \times (70 \sim 80) \text{ 元} \times 5 / 1000 = (2.4 \sim 2.7) \text{ 亿元}$; 测算得朋友圈广告年收入约为 876~986 亿元。

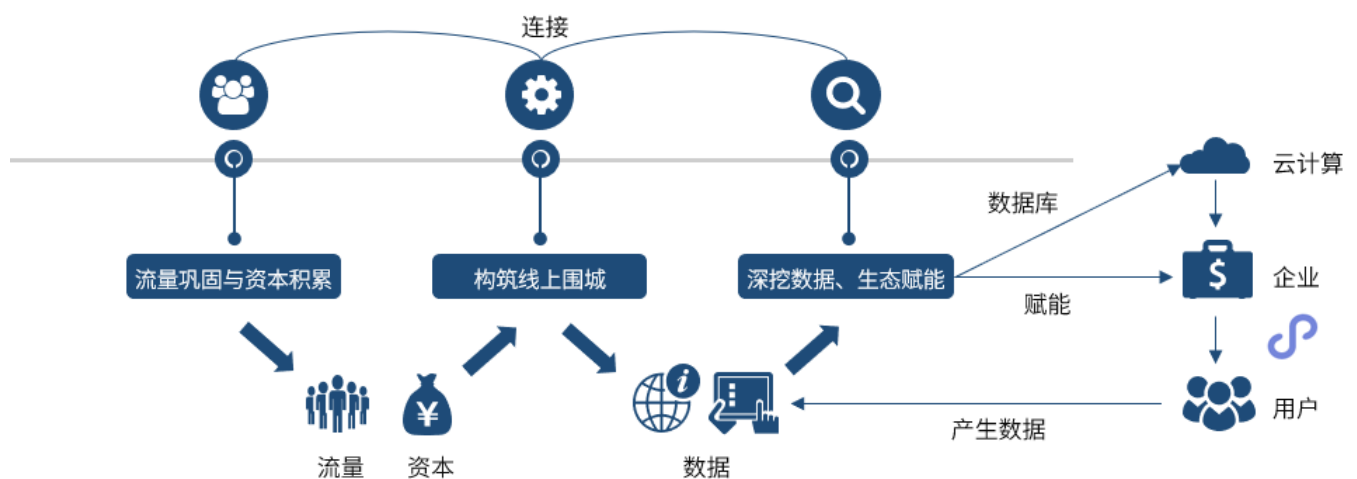
对比 Facebook 的营收与利润率, 考虑朋友圈广告在成本与费用端较 FB 更轻, 我们认为以朋友圈为首的社交广告远期具有再造一个腾讯当前利润体量的潜力, 在社交广告收入的增长态势下, 预计广告业务毛利率将进入上扬阶段。

4. 金融与云：稳健与长期发展，生态巨头的“飞轮效应”

我们根据战略重心的不同把腾讯的发展历程分为三个阶段：1、流量巩固与资本积累阶段；2、流量与资本两大法宝构筑线上围城阶段；3、深挖数据与生态赋能阶段；

金融与云业务体现了公司的远期增长潜力，经历了通过流量与资本打造内容、资讯之后，公司未来将进一步发力企业服务等领域，未来协同效应的重要性将提升，金融与云的稳健长期发展有望为腾讯带来“飞轮效应”。

图 21：腾讯发展三个阶段



数据来源：东吴证券研究所整理

4.1. 金融业务：关注微信支付的场景渗透，稳健、长期为关键词

公司自 2014 年定位“连接”，遵循用户需求的变化：连接人与通讯、社交——连接人与娱乐、资讯——连接人与交易、金融，公司通过参控股的方式实现了多项金融业务的布局。

表 3：腾讯金融投资参控股公司一览

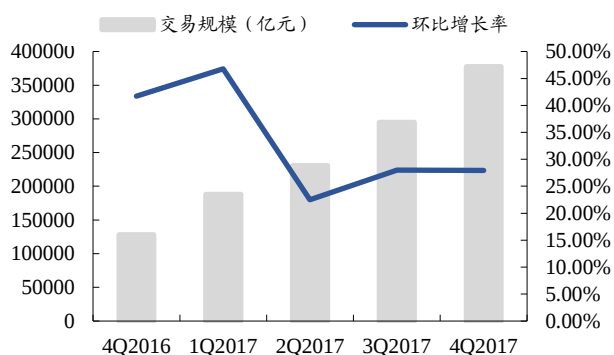
参控股公司	占股	持股性质	经由公司渠道
微众银行	30%	间接持股	深圳市腾讯网域计算机网络有限公司
中金公司	4.95%	间接持股	Tencent Mobility Limited
和泰人寿	15%	直接持股	北京英克必成科技有限公司
众安保险	15%	直接持股	深圳市腾讯计算机系统有限公司
英杰华人寿	20%	直接持股	腾讯控股
财付通网络金融小额贷款有限公司	100%	直接持股	深圳市腾讯计算机系统有限公司持股 95% 深圳市世纪凯旋科技有限公司持股 5%
腾安基金销售公司	100%	间接持股	深圳市腾讯网域计算机网络有限公司
微民保险代理	57.8%	间接持股	北京驿码神通信息技术有限公司
腾讯征信有限公司	100%	直接持股	深圳市腾讯计算机系统有限公司持股 95%

数据来源：天眼查，东吴证券研究所

当前支付业务依然是公司金融营收的主要构成，截至 2017 年底，中国第三方移动支付市场规模的环比增速依然维持在高位，2017 年四季度实现环比 27.91% 的增长。支付宝通过在四季度的系列活动，维持了行业第一的份额，财付通则背靠腾讯的流量体系，在用户数与交易频次上依旧占据优势。

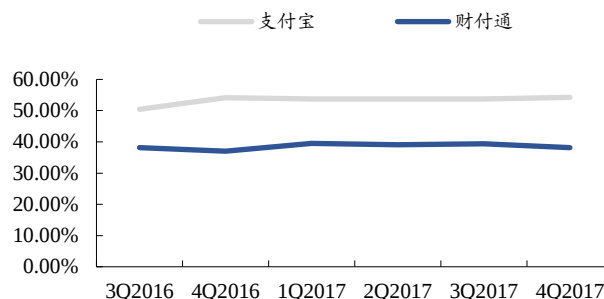
我们预计腾讯的金融业务未来将维持稳健、长期的发展态势，近年将继续受益于第三方移动支付的高速增长。

图 22: 4Q2016-4Q2017 中国第三方移动支付市场规模与环比增速



数据来源：易观智库，东吴证券研究所

图 23: 3Q2016-4Q2017 中国第三方移动支付市场份额

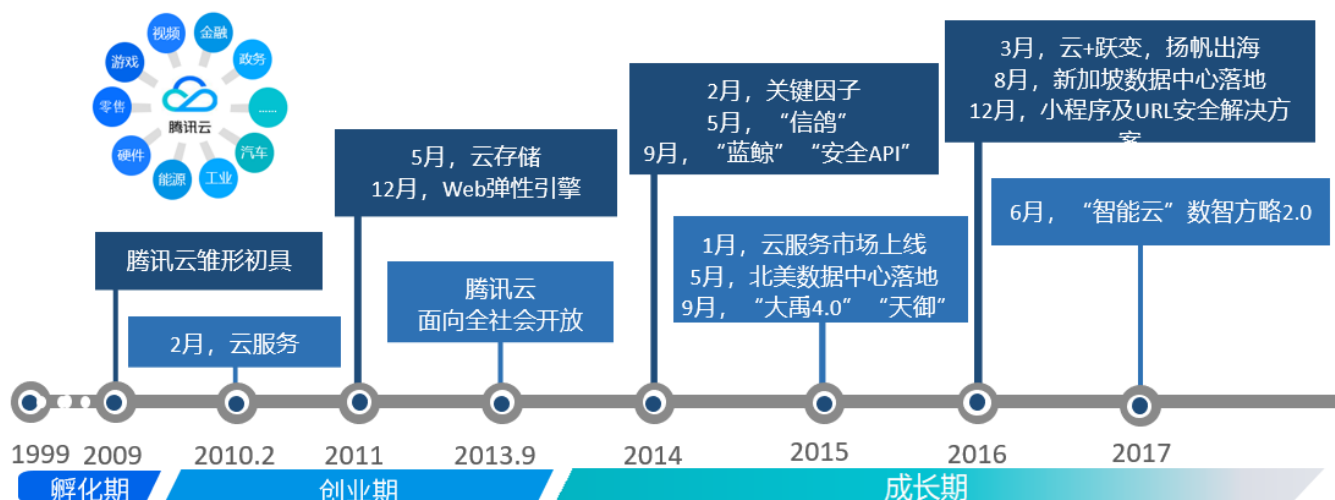


数据来源：易观智库，东吴证券研究所

4.2. 云业务：飞轮的最后一块拼图，生态玩家具有天然优势

云计算对于巨头而言具有天然的屏障：1、前期投入与固定成本高；2、自身是第一个大客户；3、受益于规模效应；4、生态带来天然的客户。

图 24: 腾讯云业务发展阶段



数据来源：东吴证券研究所整理

云计算、大数据、人工智能紧密相连：“在云上用人工智能处理大数据”。

云厂商的优势: 1、运算能力; 2、算法能力; 3、数据量; 机器学习极度依赖于运算能力、样本量和对算法的调优。腾讯拥有海量的优质数据样本, 成为其发展云业务的天然屏障。

我们认为云计算作为公司生态的基础设施以及切入企业服务的敲门砖,整体投入与回报周期较长,将是公司的远期增长点。

图 25: 腾讯云提供的人工智能与大数据产品

人工智能 (AI)		大数据基础服务	大数据可视化服务	大数据应用服务
智能鉴黄	客服机器人	大数据处理套件	大数据可视交互系统	智能推荐
文字识别	文智自然语言处理	弹性 MapReduce	商业智能分析	数字营销
人脸识别	机器翻译	数据工坊	云图 NEW	云搜
人脸核身	DI-X深度学习平台	云推荐引擎		文智公众趋势分析
人脸融合 NEW	机智机器学习	DI-P实时多维分析引擎		微金小云客服
语音识别	腾讯云小微			
语音合成	知识图谱 NEW			
声纹识别	内容理解 NEW			

数据来源：腾讯云官网，东吴证券研究所

5. 估值探讨

我们综合 SOTP（每股 HK\$566）与 DCF（中性预计每股 HK\$549.46）两种方法的估值，得出目标价为 HK\$558。

我们认为微信生态将成为公司中长期的看点，微信体系的影响半径从 C 端蔓延到 B 端。网游头部产品的变现与广告业务的潜力为短中期业绩的主要影响因素，后续期待金融业务与云业务的稳健发展。我们预计 FY18-20 的 non-GAAP EPS 为 10.85/14.47/19.06 港元，对应 PE 为 39/29/22 倍，对应 19 年 PEG 为 0.87，首次覆盖给予“买入”评级。

5.1. 分部估值 SOTP

我们通过 SOTP 估值，得出合理估值为：43847 亿元（每股 HK\$ 566），其中：

- 其中 PC 端游、手游、社交网络（剔除手游内部渠道费）、社交广告按照 PE 估值，分别给予 18 年 20、30、37、76 倍估值；
- 对媒体广告、金融业务与云业务，考虑盈利能力的不确定性，按照 PS 估值，分别给予 18 年 6、6、10 倍估值；
- 另外投资部分估值：5053 亿元，基于 2017 年财报披露上市部分公允价值与非上市部分的转化计算。

表 4：腾讯 SOTP 估值

	2018 预计营收 (亿元)	2018 预计利润 (亿元)			对应估值 绝对估值 (亿元)	每股估值 占比	每股估值 (港币)
网游业务					15145	34.5%	195
PC 端游	542	244	PE	20	4880	11.1%	63
手游	855	342	PE	30	10266	23.4%	132
社交网络（剔除手游 内部渠道费）	495	99	PE	37	3662	8.4%	47
网络广告					14917	34.0%	192
社交广告	450	180	PE	76	13671	31.2%	176
媒体广告	208	-	PS	6	1246	2.8%	16
金融业务	700	-	PS	6	4200	9.6%	54
云业务	87	-	PS	10	870	2.0%	11
投资部分					5053	11.5%	65
合计					43847	100.0%	566

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：计算 PE 与 PB 所使用人民币对港币汇率为 1.2258

5.2. DCF 分析

我们基于 DCF 模型进行测算，其中情景分析的关键假设见表 5。模型中计算所使用的无风险利率与永续增长率分别为 4.0%、3.0%，WACC 为 11.33%

乐观、中性、保守三种情况下 DCF 分析所得股价分别为 HKD 674.62、549.46、384.19，其中 DCF 中性分析见表 6。

表 5: 情景分析的关键假设

关键假设（营收 CAGR）	乐观	中性	保守
增值服务 FY17-21	19.21%	14.93%	11.96%
网络广告 FY17-21	46.51%	40.93%	31.36%
其他业务 FY17-21	56.47%	51.63%	42.96%

数据来源：东吴证券研究所整理

表 6: 腾讯中性 DCF 分析

RMB(亿)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	3335.98	4355.62	5445.19	6572.92	7662.42	8718.51	9725.98	10644.03	11441.03	12129.25	12758.46
经调整的 EBITDA	1365.70	1767.87	2230.47	2972.88	3562.59	4158.65	5033.49	5571.78	6072.52	6464.58	6830.53
营运资金变动	266.87	392.00	435.61	525.83	536.37	523.11	389.04	372.54	400.44	424.52	446.55
资本开支	-300.23	-435.56	-598.96	-657.29	-750.92	-836.98	-914.24	-957.96	-972.49	-970.34	-956.88
所得税	-224.17	-295.31	-392.05	-476.54	-551.69	-629.48	-710.00	-779.14	-839.77	-892.71	-941.57
自由现金流	574.42	1429.01	1675.07	2364.88	2796.35	3215.31	3798.29	4207.22	4660.70	5026.05	5378.61
自由现金流现值		1283.61	1351.53	1713.96	1820.46	1880.23	1995.14	1985.08	1975.29	1913.39	1839.27

预测期终值（FY27 后进入永续期）	69,614.63
终值现值	23,805.43
总企业价值（RMB 亿）	41,563.40
股权价值（RMB 亿）	42,062.16
股价（RMB）	439.57
股价（HKD）	549.46

数据来源：东吴证券研究所整理

6. 风险提示

微信生态发展低于预期：微信生态体系内的社交流量的变现能力存在被高估的可能，如果中小商家未能有效地通过社交网络进行流量获取，微信生态的发展可能低于预期，同时从小程序到原生 APP 的引流可能导致服务未能有效在微信停留。

网游变现节奏存在不确定性：公司网游业务的增速较为依赖头部产品的表现，如《绝地求生：刺激战场》在国内的版号获取情况。当手游行业进入“大单品时代”，对头部产品的依赖度有可能上升，变现节奏的不确定性可能导致业绩出现较大的波动。

广告业务的变现进展低于预期：微信拥有超过 10 亿的月活跃用户，社交广告的变现很大程度上依赖于微信体系。广告的变现需要在保障用户体验的基础上，存在整体进展低于预期的风险。

监管层面风险：国内网络监管逐步规范，内容的导向与信息的传播要求将更加严格，存在内容监管风险。同时公司金融业务涉及面较广，基金、证券、保险、支付等业务同样存在监管风险。

腾讯控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	178,446	229,324	315,670	341,786	收入	237,760	333,598	435,562	544,519
存货	295	308	308	308	增值服务	153,983	189,176	216,254	242,680
应收账款	16,549	23,478	31,689	39,787	网络广告	40,439	65,740	93,417	125,591
现金及现金等价物	105,697	140,867	200,920	278,873	其他	43,338	78,682	125,891	176,247
其他	55,905	64,671	82,753	22,818	收入成本	-120,835	-167,602	-218,613	-265,819
非流动资产	376,226	448,918	522,708	683,264	毛利	116,925	165,995	216,948	278,699
物业、设备及器材	23,597	30,461	42,573	54,893	利息收入	3,940	4,837	6,316	7,896
在建工程	3,163	3,163	3,163	3,163	其他收益净额	20,140	26,688	34,845	43,561
无形资产	40,266	45,623	50,372	55,187	销售及市场推广开支	-17,652	-25,020	-32,667	-40,839
定期存款	5,365	5,365	5,365	5,365	一般及行政开支	-33,051	-43,368	-56,623	-70,787
其他	303,835	364,306	421,235	564,656	经营盈利	90,302	129,133	168,819	218,530
资产总计	554,672	678,242	838,378	1,025,050	财务成本净额	-2,908	-3,002	-4,356	-5,445
流动负债	151,740	192,981	246,454	306,453	分占联营公司及合营	821	-1,001	1,307	1,634
应付账款	50,085	72,980	105,073	125,132	公司盈利/亏损				
借款	15,696	11,082	11,082	11,082	归属母公司净利润	71,510	97,108	129,183	168,979
应付票据	4,752	4,221	4,221	4,221	Non-GAAP 归母净	65,126	84,097	112,196	147,743
其他	81,207	104,698	126,078	166,018	利润				
非流动负债	125,839	117,139	118,841	120,954	EBIT	66,222	97,608	127,658	167,073
借款	82,094	35,328	35,328	35,328	EBITDA	95,861	130,174	163,834	199,639
应付票据	29,363	64,931	64,931	64,931					
长期应付款项	3,862	3,701	3,701	3,701					
其他	10,520	13,179	14,881	16,994					
负债合计	277,579	310,120	365,295	427,407					
归属母公司股东权益	256,074	346,088	447,062	566,534					
非控制性权益	21,019	22,034	26,021	31,109					
负债和股东权益合计	554,672	678,242	838,378	1,025,050					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
投资活动现金流	-96,392	-89,343	-92,392	-98,653	GAAP 每股收益(元)	7.52	10.22	13.59	17.78
筹资活动现金流	26,598	-25,364	-8,037	-10,361	Non-GAAP 每股收益	6.85	8.85	11.81	15.55
现金净增加额	36,346	38,294	116,498	97,110	(元)				
折旧和摊销	23,611	34,312	63,239	78,212	每股净资产(元)	26.94	36.41	47.04	59.61
资本开支	-13,585	-14,754	-18,732	-21,832	发行在外股份(百万	9504.09	9504.09	9504.09	9504.09
营运资本变动	-23,663	-37,621	-41,632	-47,842	股)				
					ROIC(%)	19.32	21.23	22.45	20.10
					ROE(%)	25.43	24.30	25.10	26.08
					毛利率(%)	49.18	47.32	48.13	50.15
					销售净利率(%)	27.39	25.21	25.76	27.13
					资产负债率(%)	50.04	45.72	43.57	41.70
					收入增长率(%)	56.23	40.31	30.56	25.02
					Non-GAAP 归母净利	43.39	29.13	33.41	31.68
					润增长率(%)				
					P/E (non-GAAP)	50.00	38.72	29.02	22.04
					P/B	12.72	9.41	7.28	5.75

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

注: 计算 PE 与 PB 所使用人民币对港币汇率为 1.2258

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

