

从广告视角看腾讯：广告成为重要增长点

2018年7月4日

投资要点

❖ **核心观点：我们判断广告将成为腾讯重要的营收增长来源。**王者荣耀爆款光环渐褪，端游面临下降风险，投资人担心腾讯游戏主业增速放缓。“头腾”互诉，头条系的用户时长和广告营收增长迅猛，给腾讯带来压力。我们认为，公司基于微信 10.4 亿及腾讯视频 6 亿 MAU，海量用户有望加速广告变现进程，广告收入实现超越行业的增长。其中，来自微信朋友圈的社交广告和基于腾讯视频的媒体广告是最主要的增量来源。2017 年、1Q2018 腾讯广告营收分别为 404 亿(+49%)、107 亿(+55%)，占总营收比重分别为 17%、14%。我们预计 2018/19 腾讯广告收入分别为 622 亿元(+54%)、893 亿元(+43%)，占营收比重分别为 18.1%/18.4%。

❖ **广告行业：广告是互联网公司最主要的变现途径之一，移动端信息流广告成为增长引擎。**2017 年，中国广告行业营业额 6896 亿(+6.3%)，互联网广告市场规模 3861 亿(+33.8%)，其中移动广告营收 2633 亿(+51.3%)。从场景来看，社交和视频媒体广告是增长的主要来源。从形式看，信息流广告占比将持续提升。我们预计信息流广告未来两年 CAGR 达到 65.5%，2019 年有望达到 1525 亿。

❖ **腾讯广告：增速超越行业，成为营收重要增长点。**我们预计，到 2020 年腾讯广告营收有望超过 1200 亿，较 2018 年实现翻番增长。其中，社交广告 2018-2020 年收入 CAGR 有望接近 57%，媒体广告 CAGR 有望接近 21%，媒体广告主要受益于视频业务拉动。公司的数据优势和信息流资源将进一步结合，驱动广告业务持续增长。

1) 社交广告：迎来爆发，2020 年收入有望达到 1000 亿人民币。2017 年、1Q2018 年公司社交广告收入分别为 256 亿(+65%)、74 亿(+69%)，主要受益于微信朋友圈填充率提升、CPC 提价及广告主数量的迅猛增长。公司在社交领域具备显著优势，社交广告具有较强定价权。伴随朋友圈及微信公众号广告展现量渐进式提升，公司广告营收仍有较大提升空间。

2) 媒体广告：视频强势拉动，泛娱乐布局锋芒毕露，2020 年收入有望达到 268 亿，未来 3 年 CAGR 为 21%。2017 年公司媒体广告收入 148.29 亿(+30%)，2018 年一季度媒体广告收入 33 亿(+31%)，其中视频广告收入(+64%)，得益于公司在 IP 打造与原创内容上不断成功推出爆款，如“明日之子”、“创造 101”等，拉动流量增长与参与度的双重提升。未来公司泛娱乐全产业链的布局的优势将进一步体现在视频业务上，为媒体广告增长奠定坚实基础。

3) 小程序广告带来更多潜力。将用户与服务场景链接，开发、商店、服务平台打通后，小程序在电商、餐饮、休闲娱乐、教育、房产、交通出行等领域的应用越来越广泛，B 端推广需求迅速增长。借助微信生态广告变现能力强劲，庞大的平台流量成为良好广告效应和收益的基础。

❖ **风险因素：**微信及腾讯其他产品面对用户时长下降的风险；港股市场估值中枢下移的风险；人民币汇率波动带来风险。

❖ **盈利预测、估值和投资建议：**基于对公司广告及其他业务快速增长的判断，我们维持公司 2018-2020 年净利润预测为 983 亿/1319 亿/1652 亿人民币，当前价 390 港元，对应 2018/19/20 年 PE 分别为 33/24/19 倍。我们维持公司“买入”评级，给予公司 508 港元目标价，对应 2019 年 31 倍 PE。

项目/年度人民币(亿元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	523	2,380	3,444	4,830	6,431
增长率 YoY%	48%	56%	45%	40%	33%
Gaap 归母公司净利润	411	715	983	1,319	1,652
增长率 YoY%	43%	74%	38%	34%	25%
Non-Gaap 归母公司净利润	431	673	975	1,313	1,683
增长率 YoY%	44%	56%	45%	35%	28%
每股收益 EPS (RMB)	4.33	7.53	10.35	13.89	17.39
PE	77	44	33	24	19

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 7 月 3 日收盘价



买入 (维持)

当前价：390 港元

目标价：508 港元

中信证券研究部

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

陈俊云

电话：0755-23835437

邮件：chenjunyun@citics.com

执业证书编号：S1010517080001

唐思思

电话：021-20262142

邮件：tangsisisi@citics.com

执业证书编号：S1010517080007

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	31549.93 点
总股本/港股流通股本	0.95/0.95 百万股
近 12 月最高/最低价	474.6 港元/222.8 港元
近 1 月绝对涨幅	3.77%
近 6 月绝对涨幅	33.55%
今年以来绝对涨幅	13.94%
12 个月日均成交额	8,054.64 百万港元

目录

投资概要：社交赋能业务，广告接力拉动高成长	1
行业分析：移动广告持续高增长，社交广告进入爆发期	3
行业纵观：移动广告成最强动量	3
行业分类：电商广告占比最高，社交广告为最强增量	5
行业格局：广告追求高转化，资源向头部集中	6
公司优势：信息流产品矩阵+全平台资源整合	8
信息流迅猛发展，腾讯拥有资源优势	8
强转化锁定 KA，社交广告效果独具	9
社交广告：流量生态终极变现，广告价值提升空间巨大	11
广告业务货币化水平低，量价齐升将迅速驱动增长	13
媒体广告：腾讯视频强势拉动，泛娱乐布局锋芒毕露	17
视频成为收入引擎，流量、时长及爆款成为收入三大保证	18
广告业务收入预测	20
估值逻辑	20
风险因素	21

插图目录

图 1: 腾讯营收利润增速一览 2015-2018	1
图 2: 腾讯商业模式	2
图 3: 腾讯营收结构变化一览	2
图 4: 腾讯营收增速变化一览	2
图 5: 腾讯广告营收增速变化一览	3
图 6: 中国广告行业营收、增速及占 GDP 比率	3
图 7: 网络广告和移动广告的渗透率走势	4
图 8: 中国在线广告市场规模	4
图 9: 中国移动网络广告市场规模	4
图 10: 亚太地区广告支出/GDP 比重排名 (2018)	4
图 11: 2013-2017 中国在线广告占比一览 (按类型分)	5
图 12: 中国搜索广告市场规模	5
图 13: 中国搜索广告行业集中度	5
图 14: 2013-2020 中国社交广告规模	6
图 15: 2013-2020 中国视频广告收入	6
图 16: BAT 三家线上广告收入占比	8
图 17: 国内广告市场结构	8
图 18: 中国信息流广告市场规模	8
图 19: 中国信息流广告发展节点	9
图 20: 四大信息流巨头资源分类	9
图 21: 信息流资源总月活规模及特色一览	9
图 22: 社交媒体推动购买能力显著	10
图 23: Facebook CTR 迅速提升	10
图 24: 腾讯社交广告资源产品形态	12
图 25: 腾讯社交广告资源一览	12
图 26: 腾讯社交广告市占率	12
图 27: 脸书在美国社交广告市占率	13
图 28: 中国网络广告人均单季 ARPU 值	13
图 29: Facebook 在北美地区的单季度 ARPU 值	13
图 30: 腾讯与脸书全球广告 ARPU 值对比	14
图 31: 腾讯大数据定向能力一览	15
图 32: 微信广告多层次运营	15
图 33: 微信小程序活跃用户规模走势	16
图 34: 微信小程序广告资源	16
图 35: 微信小程序营销链条	16
图 36: 微信小程序成为打通线上线下的服务闭环	16
图 37: 微信小程序充值形式	17
图 38: 微信小游戏“跳一跳”广告界面	17

图 39: 腾讯媒体广告资源	18
图 40: 腾讯媒体广告与社交广告季度收入对比.....	18
图 41: 腾讯三大细分应用月活规模一览.....	18
图 42: 中国视频行业广告营收规模及增速	18
图 43: 2017 年爆款综艺统计	19
图 44: 视频类创新广告形式.....	19
图 45: 腾讯 PE Band 走势 2015-2018.....	20

表格目录

表 1: 中国前十大月活规模 App 排行（2017 年底）	7
表 2: 中国前十五垂直领域 App 排行(2017 年底).....	7
表 3: 四大品类广告主获客成本一览（按广告平台分，2017 年）	10
表 4: 腾讯平台内容及意义.....	11
表 5: 朋友圈广告价格一览.....	14
表 6: 腾讯 QQ 微信社交广告规模测算	14
表 7: 公众号广告收费模式一览.....	15
表 8: 四大视频网站头部综艺播放量统计	19
表 9: 腾讯广告业务收入预测	20
表 10: 腾讯主营业务收入测算	20

投资概要：社交赋能业务，广告接力拉动高成长

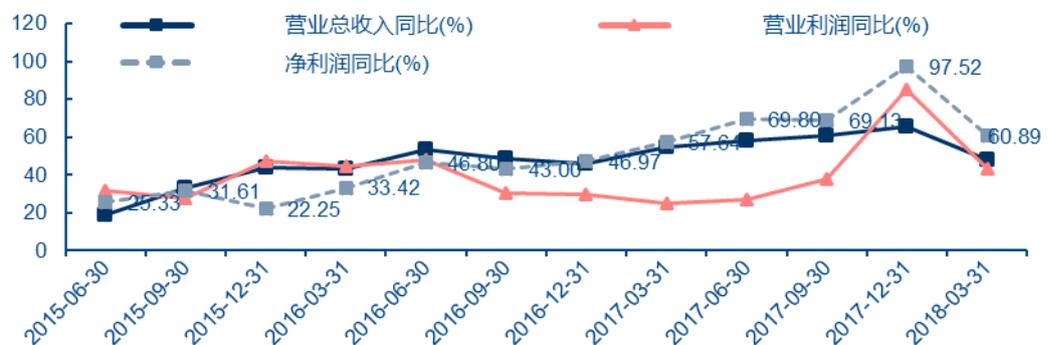
核心观点：我们判断广告将成为腾讯重要的营收增长来源

王者荣耀爆款光环渐褪，端游面临下降风险，投资人担心腾讯游戏主业增速放缓。“头腾”互诉，头条系的用户时长和广告营收增长迅猛，给腾讯带来压力。我们认为，公司基于微信 10.4 亿 MAU 和腾讯视频 6 亿 MAU，有望加速广告变现进程，广告收入实现超越行业的增长。其中，来自微信朋友圈的社交广告和基于腾讯视频的媒体广告是最主要的增量来源。2017 年、1Q2018 腾讯广告营收分别为 404 亿（+49%）、107 亿（+55%），占总营收比重分别为 17%、14%。我们预计 2018/19 腾讯广告收入分别为 622 亿元（+54%）、893 亿元（+43%），占营收比重分别为 18.1%/18.4%。

公司正在进入广告变现的黄金阶段，特别是小程序及支付金融业务的全面崛起，不断丰富广告的大数据和使用场景，流量货币化方兴未艾，用户广告 ARPU 值提升潜力巨大，我们认为公司的广告业务将在中长期接棒游戏，持续拉动高成长。

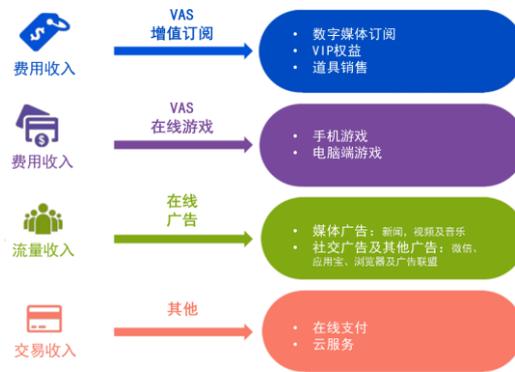
腾讯游戏业务的营收比重由 2015 年的 59% 逐渐下降到 2017 年的 41%，而在线广告占比由 12% 增长到了 17%，公司在 2012 年前完成的是流量的积累和整个泛娱乐生态的布局，虽然掌握了中国最大规模的互联网用户，但在变现层面较为依赖游戏、QQ 秀等低龄化的消费模式，并且受制于网络支付不发达，公司的变现效率较低。来到移动时代，公司以社交为支点，获得了移动支付的门票，泛娱乐与金融齐头并进，在社交、数据和场景上面给予了广告业务极大的支撑，流量变现全面开启。

图 1：腾讯营收利润增速一览 2015-2018（单位：百分比）



资料来源：腾讯公司财报

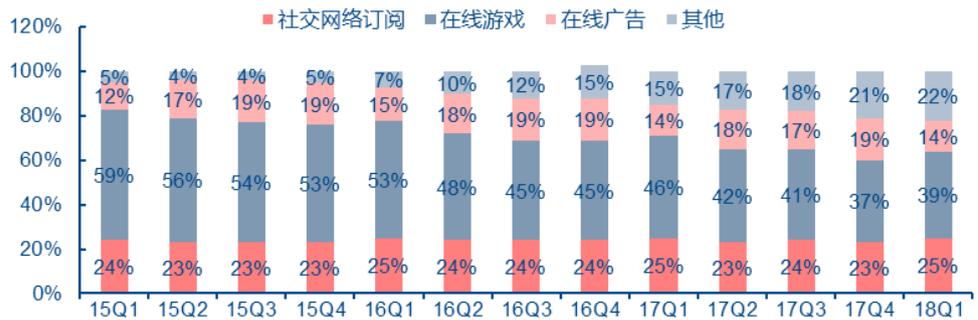
图 2：腾讯商业模式



资料来源：腾讯官方网站、腾讯 2018 投资者沟通 PPT、中信证券研究部绘制

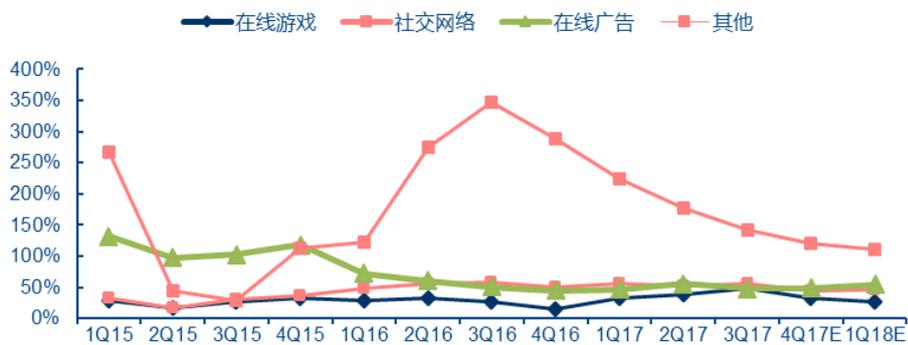
公司营收对游戏的依赖程度逐渐降低，以 QQ 及微信为依托的流量生态下，公司大力建立以内容、生活、娱乐为核心场景的变现模式，广告业务营收逐渐走向平台抽成&增值化方向。

图 3：腾讯营收结构变化一览



资料来源：公司财报

图 4：腾讯营收增速变化一览



资料来源：公司财报

图 5：腾讯广告营收增速变化一览（单位：亿元）



资料来源：公司财报

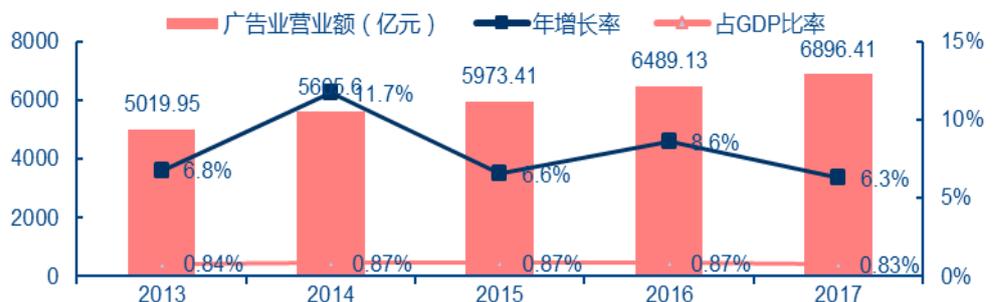
行业分析：移动广告持续高增长，社交广告进入爆发期

行业纵观：移动广告成最强动量

移动化叠加头部化，在线广告市场成为手机端互联网巨头的战场：移动互联渗透率进一步提高，手机代替 PC 成为中国互联网用户的最主要上网终端（渗透率&上网时长），使得广告主预算进一步向移动端倾斜；用户在手机端的时间分配呈现出头部化趋势，社交及视频应用成为“时间黑洞”，分别占据使用时长的第一、第二名，BAT 及头条系强者逾强，四家互联网巨头产品矩阵占据超过 70% 以上的用户市场。

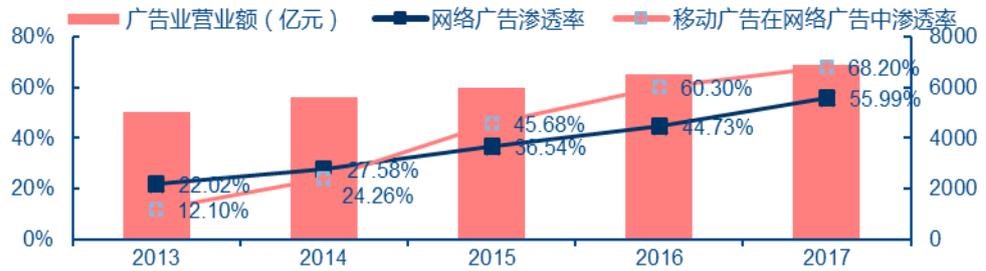
中国广告市场规模：根据工商局和艾瑞咨询数据，2017 年广告业营业额达到 6896.41 亿元，增速为 6.3%。根据 statista 预测，未来三年中国广告市场 CAGR 在 13% 左右。从全球广告支出来看，我国广告行业支出仅占 GDP 的 0.83%，刨除中国香港地区后，中国大陆广告支出/GDP 仅为 0.47%，在亚太地区排名靠后，仅为香港地区的一半。随着中国大陆城镇化的进一步深入，消费升级将与数字化零售携手同行，广告支出/GDP 比重将进一步增加。而一增量主要将以线上广告的形式投放。

图 6：中国广告行业营收、增速及占 GDP 比率



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 7: 网络广告和移动广告的渗透率走势



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

线上广告市场: 2017 年规模达 3861 亿元 (同比+33.81%), 线上广告市场规模超过线下, 占比已达 56%, 预计 2019 年将达到 6000 亿元的规模, 预计未来三年线上广告 CAGR 将超过 30%。受网民人数增长, 数字媒体使用时长增长、网络视听业务快速增长等因素推动, 未来几年, 报纸、杂志、电视广告将继续下滑 (2017 年中国广播电视广告整体收入下滑接近 2%), 而网络广告市场将迎来高速增长期。

移动广告市场: 2017 年规模约为 2633 亿元 (同比+51.34%)。移动广告占线上广告比例已达 68%, 并且将进一步提高。预计 2019 年移动广告规模达到 5400 亿, 未来三年 CAGR 达到 43%。我们认为, 随着手机网民重度使用习惯的形成, 和未来服务场景不断丰富、移动数据量持续扩大, 移动在线广告比重将进一步提高, 移动平台正在逐步成为中国最主要的广告开支渠道。

图 8: 中国在线广告市场规模



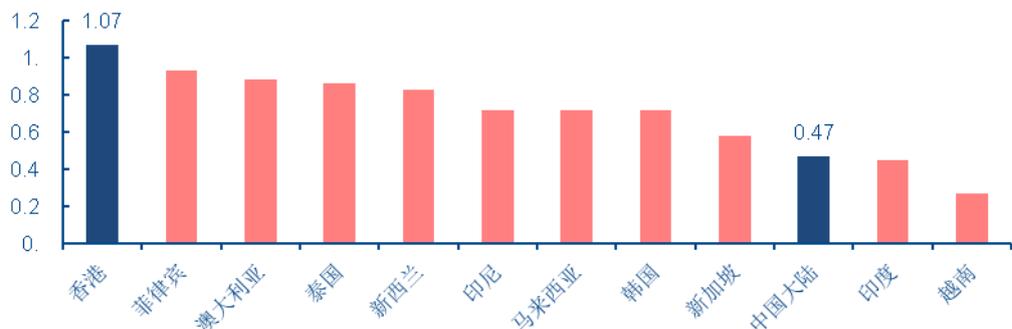
资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

图 9: 中国移动网络广告市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

图 10: 亚太地区广告支出/GDP 比重排名 (2018)

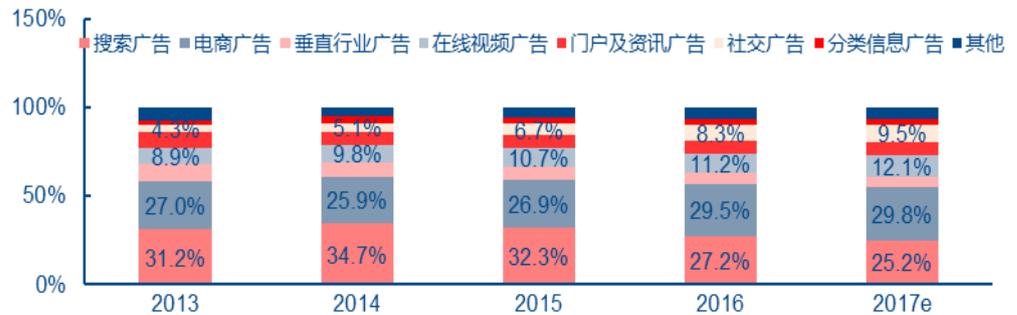


资料来源: Statista, 中信证券研究部

行业分类：电商广告占比最高，社交广告为最强增量

电商广告一直是中国在线广告的最大组成部分，2017 年电商占比在 30% 左右，其次为搜索广告，占比在 25% 左右，但比重在逐年降低，社交广告占比位列第三，占比接近 10% 并迅速增长，在线视频广告占比位列第四，占比在 8% 左右。

图 11：2013-2017 中国在线广告占比一览（按类型分）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

电商广告市场：2017 年电商广告总体规模在 1100 亿左右 (+34%)，占比达到 29.8%。预计在 2020 达到 2277 亿，未来三年 CAGR 为 27%。电商广告包括电商平台垂直搜索类广告以及展示类广告，例如淘宝、京东、携程及导购类网站；中国电商广告市场经历了过去几年的迅猛发展，在 2016 年超越搜索广告，成为分类第一的在线广告行业，电商广告中，阿里巴巴占据半壁江山，京东、唯品会等后来居上。

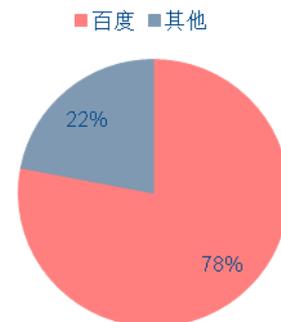
搜索广告市场：2017 年搜索广告市场规模为 937 亿元 (+22%)，占比为 25.2%。我们预计搜索广告市场增量将进一步被社交广告、电商广告所蚕食，未来增长主要靠提价驱动。预计 2020 年市场规模达到 1300 亿，未来三年 CAGR 为 11.5%。由于移动端搜索入口的重要性下降，结合《互联网广告管理暂行办法》新规下搜索广告资源缩水，这些规定影响了广告位数量，同时也影响了医疗等广告主大类的投放意愿，导致搜索引擎广告市场增速明显放缓。

图 12：中国搜索广告市场规模（单位：亿人民币）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部预测

图 13：中国搜索广告行业集中度

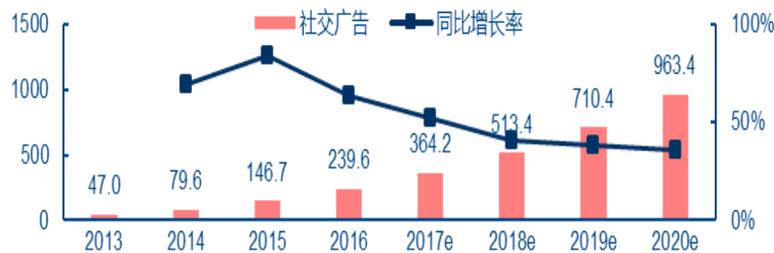


资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

社交广告市场：2017 年中国社交广告规模为 364.2 亿元 (+52%)，占比 9.5%。预计在 2020 达到 1250 亿，未来三年 CAGR 为 50.8%。社交网站含通讯社交产品、独立网络社区，百度旗下社交产品百度贴吧，门户网站旗下社交产品如微博、微信、QQ、QQ 空间等。社交平台作为与用户互动性较强，更需要用户自主进行内容生产的平台，原生广告为其的商

业化价值找到了新的增长点，也拉动了社交广告整体的发展。随着广告原生程度的加强，社交广告与多平台多内容多形式的其他广告形成联动，不断扩大原生广告玩法和边界。

图 14：2013-2020 中国社交广告规模（单位：亿人民币）



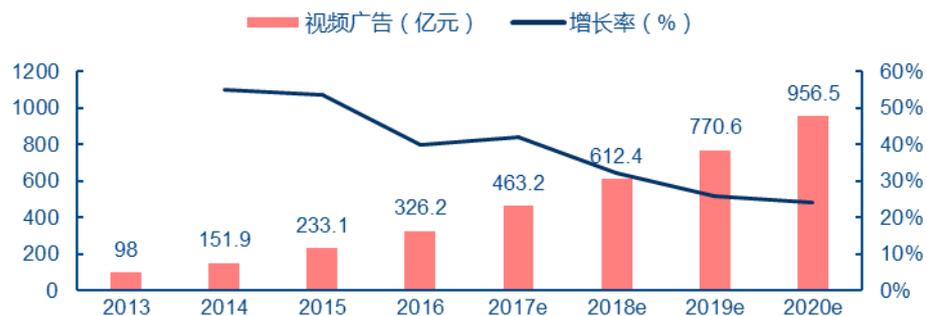
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部预测

社交媒体在原生广告方面的布局不断增加，原生广告形式也从图文向视频转换，短视频营销也成为新的营销手段。随着广告原生程度的加强，社交广告的潜在价值也在不断被挖掘，与其他媒体的协同效应凸显。

在线视频广告市场：2017 年，中国在线视频行业广告市场规模达 463.2 亿元（+42%），预计 2020 年市场规模达到 990 亿，未来三年 CAGR 为 29%。在线视频平台巨头如腾讯视频、爱奇艺，广告增速在 50% 以上，月活用户已达到单平台超过 4 亿。在线视频广告巨头基于其庞大的用户基础和长期对用户视频观看行为的数据分析，不仅能够提供大量的有效曝光，还可根据数据进行定向推送，因此不断吸引各类型广告主进行投放。

视频企业逐渐进行除贴片广告外的其他广告形式的探索，如依托自制内容进行曝光的植入和冠名形式，进行深度内容原生广告植入的探索。此外，还进行信息流广告、视频压屏广告等多元尝试，不断为广告主提供新思路，预计未来在线视频广告市场仍将长期保持活力，并且进一步提升在整体网络广告市场中的占比。

图 15：2013-2020 中国视频广告收入（单位：亿人民币）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

行业格局：广告追求高转化，资源向头部集中

信息流优势凸显，挤占门户等市场份额

随着广告形式多样性发展，和互联网公司竞争的加剧，精准定位客户群体，低成本、高转化的效果广告发展迅猛，传统品牌广告主从单纯的展示广告向效果类广告转变。

以腾讯和头条为代表的移动端信息流广告巨头，正在进一步挤占传统门户网站的广告份额；凭借着数据优势所打造的兴趣 feed，垂直应用用户被大型信息分发平台吸引（头条、微

信公众号等），中长尾平台及流量对广告主的吸引降低，包括中长尾流量在内的垂直行业预计未来增长乏力。社交广告、视频广告分别作为用户使用频率最高、用户使用时间最长的服务，通过原生广告、信息流广告等新兴广告形式，降低了广告对于用户的打扰，进一步开发了用户价值，未来仍会有较大的增长空间。

市场集中度提高，腾讯坐拥红利

随着线上流量红利的不断衰减，超级 App 开始吸引最大流量和时长，BAT 稳居线上广告前三。腾讯拥有超级 APP 矩阵，占据了即时通讯、综合资讯、在线音乐、浏览器和应用商店等细分赛道的领先地位。根据 Statista 的数据，腾讯的广告收入占比在在线广告中的市场份额将进一步提升，从 2016 年的 9.3% 提升到 2019 年的 16.3%。

根据 App Annie 的数据，中国互联网月活跃用户数量 TOP10 应用榜单较为稳定，腾讯系占据 TOP10 中的 4 席，头部 APP 门槛不断提高，BAT 连续 3 年占据了 TOP10 月活 App 中的 80-90%，各个垂直领域的入口基本也被 BAT 把持，中国互联网的广告资源在不断向头部集中。

表 1：中国前十大月活规模 App 排行（2017 年底）

序号	APP 名称	月活跃用户规模（亿）
1	微信	8.94
2	QQ	6.35
3	支付宝	5.3
4	手机淘宝	5.27
5	爱奇艺	4.63
6	腾讯视频	4.58
7	手机百度	4.36
8	微博	3.81
9	优酷	3.74
10	QQ 浏览器	3.42

资料来源：Qusetmobile

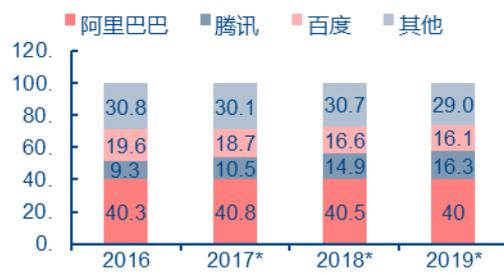
表 2：中国前十五垂直领域 App 排行(2017 年底)

序号	行业	APP 名称	月活跃用户规模（万）
1	即时通讯	微信	89431.13
2	在线视频	爱奇艺	46344.31
3	综合电商	手机淘宝	52655.56
4	地图导航	高德地图	32579.01
5	支付结算	支付宝	53002.12
6	综合资讯	腾讯新闻	22907.04
7	在线音乐	酷狗音乐	22952.72
8	输入法	搜狗输入法	37668.77
9	浏览器	QQ 浏览器	34160.55
10	搜索下载	手机百度	43633.6
11	终端商店	OPPO 软件商店	12319.27
12	应用商店	应用宝	21989.96
13	短视频	快手	20449.24
14	安全服务	腾讯手机管家	19502.2
15	微博社会	微博	38099.56

资料来源：Questmobile

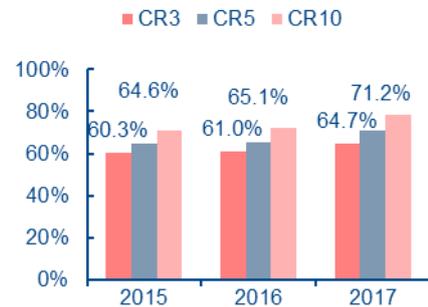
从在线广告的市场份额来看，BAT（CR3）总和在 2015-17 年从 60.3% 上升至 64.7%，CR5、CR10 近三年则分别从 64.6%、71.1% 上升至 71.2%、78.6%。互联网广告市场集中度不断提高，BAT+头条、360、微博、小米等前十大资源方逐渐垄断市场，新进者门槛不断提高，行业竞争格局利好头部。

图 16: BAT 三家线上广告收入占比（单位：%）



资料来源：艾瑞咨询

图 17: 国内广告市场结构



资料来源：艾瑞咨询

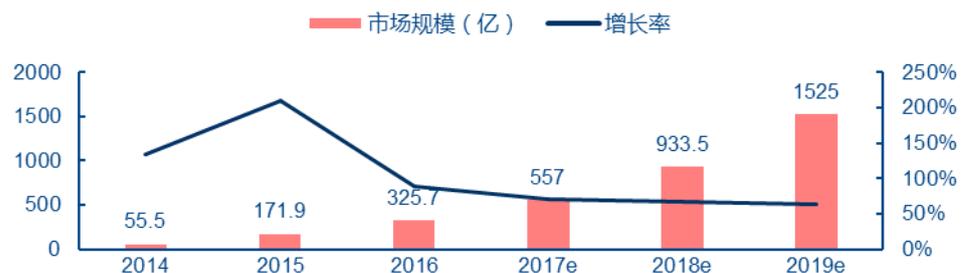
电商广告、搜索广告、信息流广告（社交媒体为主）基本分别对应阿里、百度、腾讯三家公司，2017 年其广告收入分别达到约 1376 亿元（估计值）、650 亿元（不含爱奇艺）、及 404 亿元。电商广告占据最大份额，但增速将逐渐放缓，搜索广告略有衰弱，信息流广告保持高速增长。

公司优势：信息流产品矩阵+全平台资源整合

信息流迅猛发展，腾讯拥有资源优势

信息流广告是移动广告时代的最新模式，这种广告穿插在用户浏览的资讯、社交动态或是视频流中，并通过用户刷新不断展现。我们预测中国 2017 年信息流广告市场规模在 550 亿左右，未来两年 CAGR 达到 65.5%，整体市场规模在 2019 年达到 1525 亿，成为在线广告市场的重要组成部分（在线广告一般按效果可分为展示广告和精准营销两大类，前者主要形式为通栏广告、视频贴片等，而后的主要形式是信息流广告）。

图 18: 中国信息流广告市场规模（单位：亿人民币）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部预测

图 19：中国信息流广告发展节点



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

品牌展示注重送达人数，主要考核指标是 CPM（千人成本价），精准营销注重转化效率，主要考核指标是 CPC（点击成本价）、CPD（下载成本价）、CPL（销售线索成本价）、CPQL（有效销售线索成本价）和 ROI（投资回报率）等。

信息流广告是精准营销的最重要形式，在流量成本攀升，互联网红利衰退的背景下，符合了广告主高转化、强定向的需求，占广告市场的比重会越来越高，广告主越来越追求可定量、可追溯的效果，希望广告平台提供基于大数据的效果解决方案。这就对广告平台的数据质量和分析能力提出了要求。信息流广告以推荐引擎为核心，通过大数据算法，由机器智能分析用户兴趣并和广告进行精准匹配，根据历史广告的展现点击情况对新广告进行预估，并按照每次展现的潜在收益进行排序，经过频次过滤，主动推送到用户手机。

我们认为，在腾讯、微博、百度、头条等信息流巨头中，腾讯一方面凭借其庞大的用户基数和社交数据，另一方面布局了社交、资讯、视频、工具等全方位的信息流资源，是国内用户最多、信息流资源最全面的平台，将享受中国信息流广告发展的红利。

强转化锁定 KA，社交广告效果独具

凭借庞大的客户群体和集团数据支撑，腾讯的信息流广告的转化率开始显示出明显优势。从下图可以看出，腾讯广点通在快速消费品、电商网店、汽车和互联网金融四个相差很大的行业，转化效果都位列前两名。在特定领域，腾讯社交广告平台的获客成本为最低，这体现了腾讯通过社交应用获得的高质量数据，这种精准营销能力必然能创造更大价值。以广告主的分类来看，腾讯以高转化和全布局掌握了较为高质量的核心大客户。

图 20：四大信息流巨头资源分类



资料来源：中信证券研究部整理

图 21：信息流资源总月活规模及特色一览



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

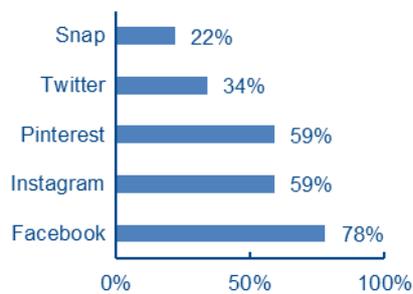
表 3：四大品类广告主获客成本一览（按广告平台分，2017 年）

广告主类型	衡量标准	广告平台	投放效果(获客成本)
快消品	cpm	微博	20-60 元
		微信朋友圈	40-150 元
		今日头条	120-240 元
	ROI	阿里妈妈	3.5x
		百度推广	2.5x
		腾讯广点通	2.0x
		视频网站	1.5x
电商网站	ROI	微博	1.5x
		腾讯广点通	3-6x
		百度推广	3-6x
		今日头条	1.5-5x
		手机系统广告	2-4x
		微博	1.4-3x
		视频网站	1-2.5x
汽车	CPL	汽车之家/易车	40-50 元
		今日头条	60-70 元
		腾讯广点通	80-100 元
	CPQL	百度推广	80-100 元
		手机系统广告	120-150 元
		视频网站	200-300 元
		腾讯广点通	300-320 元
互联网金融	CPA	百度推广	300-321 元
		今日头条	350 元
		汽车之家/易车	450-500 元
		今日头条	50 元
		腾讯广点通	60 元
		百度推广	80 元
		微博	100 元
视频网站	150-200 元		

资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

全球范围内，社交媒体对于购买的推动效应日趋明显，腾讯在中国的社交广告市场中具有和脸书相似的垄断地位，未来公司也将受益于该趋势。根据 Mary Meeker 发布的 2018《互联网趋势》报告，脸书上 55% 的人群受到了广告展示的积极影响，大数据驱动下，脸书的 CTR 迅速提升，从 2016 年的 1% 迅速升至 3%，效果的大幅提升驱动脸书广告价格攀升，eCPM 价格增速达到了 112%，显示出了广告主对于社交媒体巨头的价值认可。

图 22：社交媒体推动购买能力显著



资料来源：KPCB

图 23：Facebook CTR 迅速提升



资料来源：KPCB

北美的社交媒体巨头以广告变现为主，主要形式为信息流图文广告，而腾讯则以朋友圈+公众号+小程序三种形式，不断丰富自身信息流广告资源。公司拥有大基数、高密度、文化

习惯趋同、消费心理相似的用户客群，使得公司能够不断在除社交以外的媒体、泛娱乐、金融和 2B 领域不断纵深发展，腾讯模式更重，广告的潜在 ARPU 值提升空间巨大。

平台化运营能力，全面提升业务价值量

公司以社交为核心，发散培育出娱乐、资讯、支付、工具多个相关业务集群，构成“超级平台”，手握流量平台、内容生产、内容分发和支付闭环，使得公司在互联网增值服务的横向拓展中具备低成本优势。以游戏为例，腾讯建立了发行+研发+支付+渠道全产业链业务集群，相较于单业务模式，公司能够从全产业链中各个环节中提升价值量，降低中间成本。

平台连接能力方面，以微信为例，微信支付、微信小程序、公众号等基础功能均服务于平台连接能力的强化；用户平台层面，腾讯通过投资手段在在社交平台细分类型、地理区域扩展两个维度持续强化布局，在海外市场，先后投资了韩国 kakaotalk、美国的 snapchat 等社交平台。公司通过业务重组、投资等方式相继在电商、搜索、分类信息、本地生活服务、共享出行等领域占据领先地位，并通过平台、内容服务之间的相互协同效应，不断强化自身平台用户活跃度和商业变现能力。

表 4：腾讯平台内容及意义

平台名称	上线时间	平台内容	平台意义
应用宝	2010 年	570 万个注册 App	网聚 500 万开发者，是中国最大的安卓应用商店，奠定了腾讯在安卓系统中的渠道王者地位。
QQ 游戏平台	2011 年	394 个在线游戏	流量游戏变现的最成功尝试，奠定了腾讯中国游戏霸主的地位。
内容开放平台	2017 年	覆盖腾讯 10 大自有媒体平台，10 亿月活用户，百亿级别流量	打通媒体内容生态，做到 10 亿用户内容的“一键分发”，打造腾讯版头条生态。
Wegame 平台	2017 年	2 亿的注册用户和千万级的活跃用户	TGP 升级为 WeGame，正式涉足单机游戏平台发行领域提供了一个国内玩家与国外开发商连接的窗口，打造中国版 steam。
微信小程序接口	2017 年	日活 1.7 亿，共计上线 58 万个小程序。	微信开始具备操作系统功能，腾讯能够切入应用商店领域，在全球最大的移动应用市场上分一杯羹

资料来源：应用宝官网、wegame 官网等，中信证券研究部

社交广告：流量生态终极变现，广告价值提升空间巨大

社交广告营收展望：在行业增长和公司广告资源不断开发的背景下，公司社交广告营收将迎来爆发，2020 年收入有望达到 1000 亿人民币，未来 3 年 CAGR 为 57%。我们测算腾讯社交广告业务经营利润率在 55% 左右，以此推算到 2020 年，社交广告能够带来接近 550 亿利润，占 Non-GAAP 净利润比重有望达到 32%，较 2017 年多出近 400 亿。2017 年公司社交广告收入 256 亿，同比+65%，2018 年一季度社交广告收入 74 亿，同比+69%，得益于微信朋友圈填充率提升、CPC 提价及广告主数量的迅猛增长。平台定向能力促进广告需求提升，使得公司获得更大溢价权。朋友圈及微信公众号广告展现量进一步增加，但仍低于行业平均广告加载率(脸书、微博)，参照脸书广告提价速度、信息流广告加载率和人均 ARPU 值，腾讯社交广告资源的开发尚处于初级阶段，量价齐升将迅速拉动社交广告业务增长。

图 24：腾讯社交广告资源产品形态



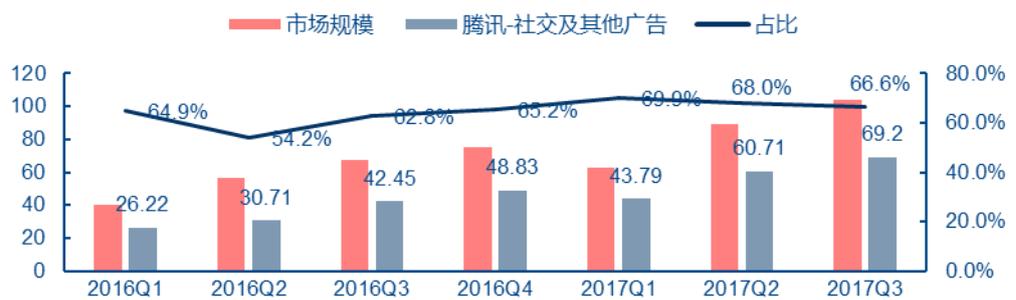
资料来源：腾讯官网

图 25：腾讯社交广告资源一览

<p>QQ空间广告</p> <p>QQ空间拥有活跃帐户6.48亿，以原生社交广告为主，帮助品牌有效拉动活动转化，建立品牌认知，和引导年轻用户的社交效应。</p>	<p>QQ客户端广告</p> <p>QQ广告包括QQ PC客户端广告和手机QQ广告，您的广告将通过PC和手机覆盖8.77亿的QQ活跃帐户。</p>	<p>微信广告</p> <p>微信广告是出现在朋友圈和公众号文中的，以一种更加贴近用户生活方式呈现的广告形式。</p>
<p>腾讯联盟广告</p> <p>汇集100,000+优质APP，覆盖8亿移动端用户，基于腾讯联盟生态体系和广点通技术在腾讯联盟流量上展示的广告。</p>	<p>手机QQ浏览器广告</p> <p>手机QQ浏览器拥有月活跃用户2.8亿，是目前手机浏览器市场占有率第一的超级入口，也是用户量高速增长的新兴原生资讯广告场景。</p>	<p>应用宝广告</p> <p>腾讯应用宝是中国用户覆盖率第一的安卓应用商店，应用宝广告出现在应用宝首页、各个榜单、推荐等热门位置，是APP广告投放的首选途径。</p>

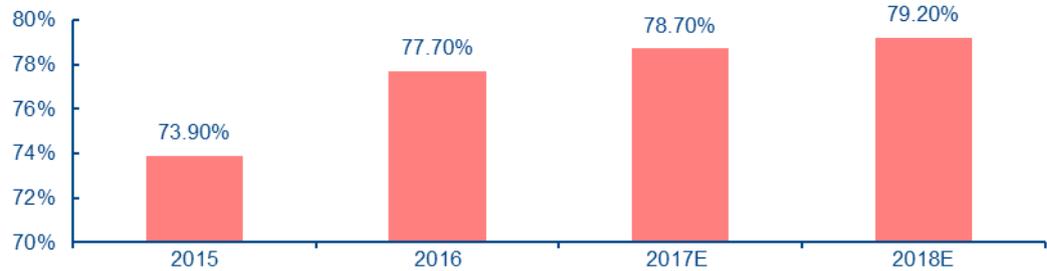
资料来源：腾讯官网

图 26：腾讯社交广告市占率 (单位：亿元)



资料来源：statista，中信证券研究部

图 27：脸书在美国社交广告市占率



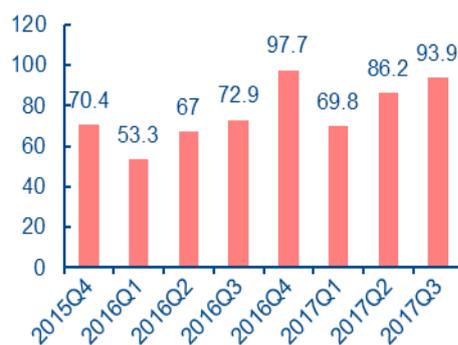
资料来源：statista, 中信证券研究部

广告业务货币化水平低，量价齐升将迅速驱动增长：

腾讯广告业务收入（含媒体广告）/国内数字广告收入比重仅为 7%，货币化率仍处较低水平。2017 年 Facebook 在美国地区广告收入/美国市场数字广告收入的比重为 21%，腾讯凭借社交产品，在中国的社交领域占有绝对的垄断地位，叠加朋友圈、OMG 事业部旗下的视频、新闻作为信息流广告载体，我们认为公司未来具备与 Facebook 相似的线上广告市占率。根据艾瑞咨询 2016Q1-2017Q3 社交广告市场规模和腾讯披露的对应收入数据，腾讯社交广告收入季度市场份额连续多个季度保持在 65%左右，我们认为该比重在未来三年有望进一步提升至 80%。

随着中国信息流广告的整体崛起（信息流广告逐渐蚕食搜索），未来整体货币化水平将拥有极大空间。参照美国社交媒体广告收入增速，Facebook 的广告营收的年化增速在 60%以上，主要是靠垄断地位和精准推荐不断提高广告单价。我们认为腾讯社交广告拥有较高的溢价权，未来也将受益于广告单价的不断提升。通过中国人均广告单季度 ARPU 和 Facebook 北美人均广告单季度 ARPU，中国人均广告 ARPU 明显较低，或享有三年增长一倍的空间。

图 28：中国网络广告人均单季 ARPU 值（单位：人民币）



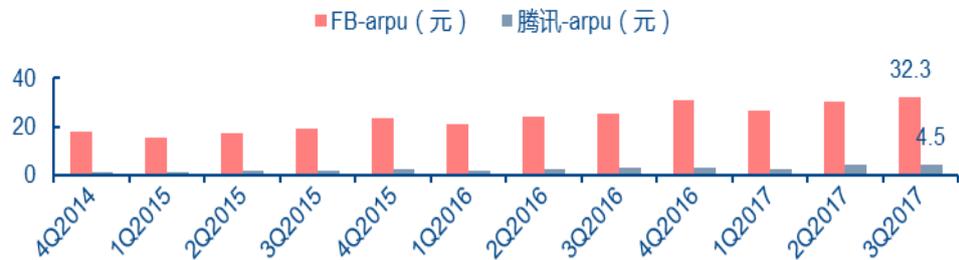
资料来源：艾瑞咨询，公司财报

图 29：Facebook 在北美地区的单季度 ARPU 值（单位：美金）



资料来源：公司财报

图 30：腾讯与脸书全球广告 ARPU 值对比（单位：元）



资料来源：statista，中信证券研究部

表 5：朋友圈广告价格一览

朋友圈广告收费模式			
图文广告（单次 5 万起）			
排期购买	核心城市	150 元/千次曝光	北京和上海
	重点城市	100 元/千次曝光	其他二线城市
	普通城市	50 元/千次曝光	三线城市及以下
竞价购买	核心城市	出价范围 100-300 元/千次曝光	北京和上海
	重点城市	出价范围 60-200 元/千次曝光	其他二线城市
	普通城市	出价范围 30-200 元/千次曝光	三线城市及以下
视频广告（单次 5 万起）			
排期购买	核心城市	180 元/千次曝光	北京和上海
	重点城市	120 元/千次曝光	其他二线城市
	普通城市	60 元/千次曝光	三线城市及以下
竞价购买	核心城市	出价范围 100-300 元/千次曝光	北京和上海
	重点城市	出价范围 60-200 元/千次曝光	其他二线城市
	普通城市	出价范围 30-200 元/千次曝光	三线城市及以下

资料来源：腾讯社交广告平台官网，中信证券研究部

今年 3 月份中旬开始，腾讯将部分灰度测试用户朋友圈广告投放数提升至每天最高 2 条（目前每日每活跃用户广告投放数仅为 1 条）。自从 2015 年开放上线以来，朋友圈广告在腾讯社交广告业务中所占的比重逐步增加，从最开始大品牌、高门槛到如今门槛降低、形式多样，越来越多中小商户加入到朋友圈广告的队伍中，希望借助朋友圈的社交传播为品牌带来传播及销售转化。

表 6：腾讯 QQ 微信社交广告规模测算（单位：亿元）

腾讯 QQ+微信生态社交广告	2017E	2018E	2019E
刷新次数/天	12	12	12
浏览条数/次	20	20	20
广告搭载率	0.35%	0.70%	0.80%
广告浏览/天/人	0.84	1.68	1.92
DAU（亿）	9.02	9.92	10.42
CPM（元）	90	110	130
Ad 收入（亿元）	248.9	669.1	949.3

资料来源：中信证券研究部根据腾讯社交广告平台披露进行测算

微信公众号广告是基于微信公众号生态体系，以文章内容的形式出现在公众号文章中，提供公众号关注、移动应用下载、卡券分发、品牌活动广告等多种官方推广形式，支持多维度组合定向投放，实现高效率转化。

表 7：公众号广告收费模式一览

底部广告	竞价购买	CPC 收费，实际扣费与广告出价和质量有关	
		排期购买	按 CPM 扣费，最低预算为 1000 元
		核心城市	25 元/千次曝光
视频贴片广告	竞价购买	CPM 收费，实际扣费与广告出价和质量有关	
		排期购买	按 CPM 扣费
		核心城市	25 元/千次曝光
互选广告	按文章收费，文章价格由流量主自主决定	全国均为公众号自主决定	
		重点城市	20 元/千次曝光
		普通城市	15 元/千次曝光

资料来源：腾讯社交广告平台官网，中信证券研究部

数据能力造就强大定位能力，平台打通助力一键分发：

腾讯具有国内覆盖最全、最为优质的互联网用户人群，同时依托腾讯构建的业务生态，腾讯具有丰富的用户属性标签，能够对用户进行最为精准的定位。腾讯社交广告能够提供 20 多种定向方式，大概分为以下六大类：基本属性、兴趣爱好、用户行为、用户状态、用户环境、自定义。其中包括 1000 多个用户标签，并且可以实现跨屏追踪。除去基本的年龄、LBS、性别、关键词定向等，公司还可根据购买、浏览行为对客户的定向效果进行全网跟踪，不断优化广告投放结果。

图 31：腾讯大数据定向能力一览



图 32：微信广告多层次运营



资料来源：腾讯社交广告平台官网

2017 年公司内部广告业务组织架构调整完成，搭建了统一广告投放平台，合并了“广点通”与“智汇推”，结束了过去各部门各自为政的低效率状态。腾讯整合了全平台的流量和广告资源，淘汰了一部分渠道代理，对于整体广告资源把控力迅速加强，使得公司能够全面地分析大盘数据，更好地为提升效果而服务。真正做到全网营销、资源整合。

微信小程序广告超预期，不断丰富广告资源

凭借巨大的流量，微信小程序，如游戏、O2O 服务等在广告方面的变现能力大超预期。随着小程序生态的逐步完善，小程序在电商、餐饮、休闲娱乐、教育、房产、交通出行等领域的应用越来越广泛，随之而来的则是企业对于自家小程序的推广需求越来越强烈。小程序广告主利用公众号的优质内容带来的流量推广自己的商品，公众号流量主则通过小程序广告收入激活原创热情，微信公众号广告位对小程序落地页的开放，可以说是微信在“社交广告+小程序”商业化探索上迈出的第一步。

图 33：微信小程序活跃用户规模走势



资料来源：Questmobile

图 34：微信小程序广告资源



资料来源：中信证券研究部整理

图 35：微信小程序营销链条



资料来源：，中信证券研究部整理

链接线上场景，完善微信平台生态：在提供资讯的订阅号以及提供服务的服务号之外，微信小程序再次沿着社交关系链条完善了微信体系。作为服务号和订阅号的功能延伸，小程序以便捷的方式将用户与服务场景链接，达成了“信息-服务-场景”三位一体的公众平台生态。在小程序发布后，开发者迅速参与，开发、商店、服务平台、数据统计新增市场逐步形成规模。参与者借鉴移动应用市经验，小程序行业基本在一年内已初步成型。

图 36：微信小程序成为打通线上线下的服务闭环



资料来源：中信证券研究部整理

融合线下场景，打造商业服务闭环：凭借线下接近 40% 的支付市占率，微信团队今年将在支付层面开放更多接口，帮助服务商为 B 端客户实现更多场景中的需求。公司希望结合小程序、公众号、微信支付、卡券多种能力，打通用户与商品、店面的多维数据，实现交易闭环，帮助商户用数据指导产供销。上线微信“支付+会员+小程序”后，打通了用户的微信账号与超市原有的会员体系，并推出“微信支付旗舰店”，将微信支付在零售行业的各种创新应用无缝融入到了各种线下购物场景中，帮助商场提升服务体验。

小游戏帮助培育用户规模，形态升级可期：在 2017 年年底之前，小程序用户规模增长的手段以公众号关联为主，开发者和用户仍处于摸索阶段。12 月末发布的小游戏开启用户

规模快速增长阶段，病毒式的社交传播使得小程序活跃用户规模在 18Q1 突破 4 亿，传播能力可见一斑。未来微信团队若放开克制，小程序游戏的玩法、模式、盈利和生态会进一步增长，沉浸度将由轻度深化至中度，游戏方式从个人排名到群体对抗，并以破冰的手段完成陌生人之间的社交闭环。

传统广告和道具收费贡献强劲，仍有上升余地：此前小游戏的变现模式仍集中在广告领域，庞大的平台流量成为良好广告效应和收益的基础。以红极一时的“跳一跳”为例，按照今年春节数据，微信“跳一跳”同时在线人数达到 2000 万人/小时。腾讯在该游戏上初次试水广告，按照 CPM=100 元计算，假设跳一跳每天给予耐克盒子接近 5000 万次曝光量，4 天的广告价格即达到 2000 万。未来小程序游戏的不断升级和限制开放，能够为平台带来源源不断的广告流量和资源。除了早期模仿“跳一跳”的品牌广告植入以外，普通开发者转而使用“直接设置广告位+视频广告结合奖励”的机制，这种操作较为简便易操作。目前小程序游戏广告变现门槛为 50 万以上 DAU，开发者与腾讯五五分成。同时，对抗带来较强的粘性和付费转化率，安卓端应用内付费收入可观。比例分成上开发者与腾讯 6:4，若 IOS 系统能够开放，用户将进一步被框定在微信生态内，形成新的红利。

图 37：微信小程序充值形式



资料来源：中信证券研究部整理

图 38：微信小游戏“跳一跳”广告界面



资料来源：微信页面截图，中信证券研究部

小程序游戏商业化拓展丰富，流量起点紧握 B 端资源：小程序游戏与传统移动端游戏天然基因不同，其差异在于前者能够打通微信平台体系、社交关系链和微信支付体系，实现完整的商业服务闭环。我们预计 2018 年内小程序数量将突破 250 万，超过 AppStore 应用总数，月活用户数超过 4 亿量级。小程序留存率较高，开发毛利率较高，通过社交关系极易产生裂变，通过合理的运营手段可以实现低成本获客。与线下商业场景的进一步融合以及基于社交关系链的流量分发将成为新的商业化机会。在线下场景中，通过扫码优惠活动将流量导入线上，再以游戏积分兑换商家服务为商家导流，完成线上线下流量转化。若微信团队开放小程序“跳转”功能，即可实现缩短用户访问路径，提高转化率的目的，将为工具类和电商类小程序引入可观流量。

媒体广告：腾讯视频强势拉动，泛娱乐布局锋芒毕露

媒体广告收入展望：公司媒体广告资源来自于腾讯新闻客户端及天天快报的信息流广告、腾讯视频的贴片广告及 QQ 浏览器广告等，具体广告方式以展示类为主。2020 年腾讯媒体收入有望达到 268 亿，未来 3 年 CAGR 为 21%。其中视频广告由于持续的内容投入，过去两年的视频广告营业利润率在 -20% 左右，未来随着内容规模效应的产生和自制剧比例的提升，利润率有望逐步提升，2020 年视频广告营业利润率有望达到 -10%。除视频广告外的媒体广告（腾讯新闻客户端、天天快报等）营业利润率在 55% 左右，预计这部分利润率将维持稳定。以此测算，公司 2020 年媒体广告贡献利润在 30 亿左右。2017 年公司媒体广

告收入 148.29 亿 (+30%)，2018 年一季度媒体广告收入 33 亿 (+31%)，其中视频广告收入 (+64%)，成为拉动媒体广告营收的主要动能。

图 39: 腾讯媒体广告资源



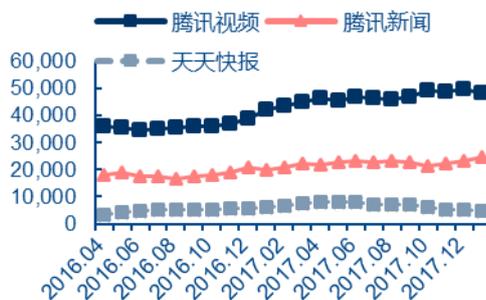
资料来源: 腾讯官网

图 40: 腾讯媒体广告与社交广告季度收入对比 (单位: 亿元)



资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部

图 41: 腾讯三大细分应用月活规模一览 (单位: 万人)



资料来源: 易观, 中信证券研究部

图 42: 中国视频行业广告营收规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

视频成为收入引擎, 流量、时长及爆款成为收入三大保证

1) 流量优势: 根据 Questmobile 的数据, 腾讯视频在 2017 年底月活用户为 4.58 亿, 成为整个移动互联第六大流量入口。移动端 DAU 接近 1.5 亿, 月度使用时长和月度使用次数分别达 31.9 亿小时和 263.4 亿次, 三项指标继续保持行业第一。

2) 爆款优势: 得益于公司在 IP 打造与原创内容上不断成功推出爆款, 如“明日之子”、“创造 101”等, 拉动流量增长与参与度的双重提升。腾讯视频内容覆盖度处于行业领先。视频平台借助大 IP 小说、动漫、电视剧和游戏间的多维互动吸引用户围绕平台进行内容消费。《三生三世十里桃花》、《楚乔传》、《择天记》《鬼吹灯之精绝古城》等自带热度的

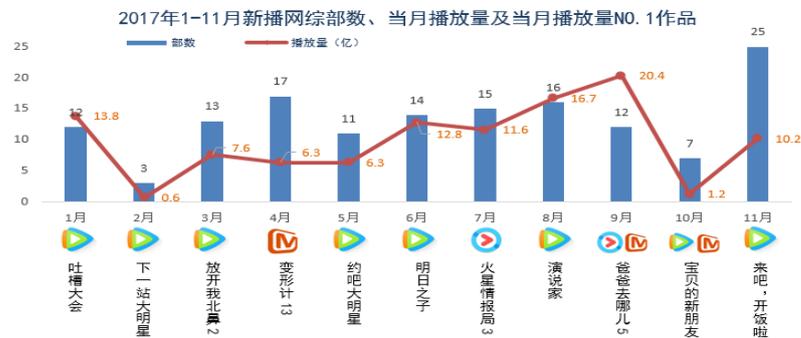
小说改编电视剧，协同影视流量明星，在腾讯文娱体系下发酵并吸引庞大的用户群体观看，引爆网络社区、社交圈的话题，吸引用户和消费者的反复观看和深度互动，为腾讯视频广告变现增长提供坚实可靠的基础。

表 8：四大视频网站头部综艺播放量统计

	腾讯视频	芒果 TV	优酷视频	爱奇艺视频
作品部数	5	2	1	1
作品名称	《吐槽大会》1-2 《放开我北鼻》1-2 《约吧大明星》1-2 《拜托了冰箱中国版》1-3 《饭局的诱惑》1-2	《明星大侦探》1-3 《妈妈是超人》1-2	《火星情报局》1-3	《奇葩说》1-4
播放量总计	88.5 亿	72.2 亿	37.1 亿	24.2 亿

资料来源：艺恩咨询

图 43：2017 年爆款综艺统计



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部

3) 时长优势：公司凭借用户对于视频内容的粘性，持续开发新型的广告资源。除了传统的贴片、暂停屏幕、压屏条、角标和 Logo 露出外，腾讯视频还提供信息流场景小广告，在网剧、网综中插播创意广告、花式口播、情节植入、场景植入等新颖的广告内容。这些新型的节目原生广告能够做到适逢时宜，收获针对性的用户观看和真实的广告效果，既不易引起用户的反感，又受到品牌商家的广泛认可和支持。

图 44：视频类创新广告形式

中国原生视频广告典型形式示例

形式原生类视频广告

- 信息流原生视频广告
- 压屏类原生视频广告
- 边看边买类原生视频广告

内容原生类视频广告

- 创意中插类原生视频广告
- 后植入式原生视频广告

优势：

- 品牌曝光好
- 用户体验干扰小

挑战：

- 技术成本高
- 内容难度高
- 标准化程度低
- 规模化难度高

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

我们认为，公司在泛娱乐全赛道上的布局将和社交网络有机结合，逐渐体现为内容优势和爆款量产能力，目前腾讯视频日活与播放量上领先竞争对手，未来公司泛娱乐全产业链的布局的优势将进一步体现在视频业务上，为媒体广告增长奠定坚实基础。

广告业务收入预测

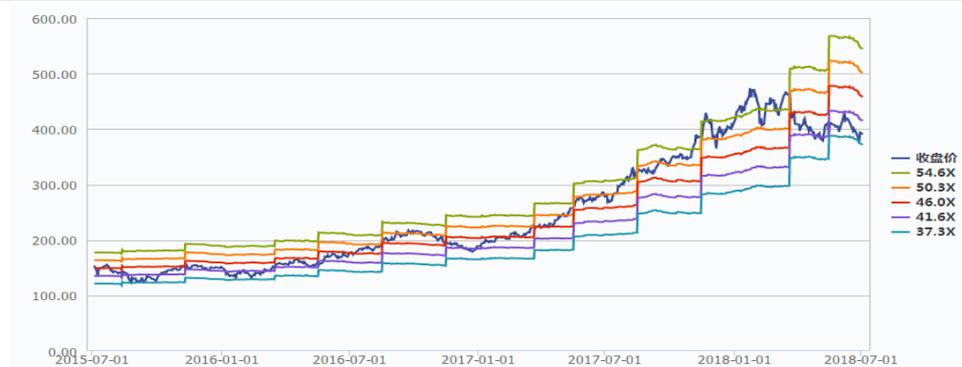
我们预计，依靠腾讯社交广告的强势拉动，以及腾讯视频对于腾讯媒体广告收入的稳健贡献，2018 年全年公司广告收入将达到 607 亿，同比+54%，其中媒体广告同比+30%，社交广告同比+68%，整个腾讯广告收入在未来三年 CAGR 为 47%。随着内容投入规模化效应的显现，以及高毛利的社交业务的比重不断提高，腾讯整体广告毛利将稳步提升，在 2017 年触底后（腾讯广告资源平台整合影响收入增速+内容采购投入规模较大）平稳上升，预计在 2020 年有望达到 51%。

表 9：腾讯广告业务收入预测

腾讯广告业务收入	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
网络广告	175	270	404	622	893	1,274
同比增长 (%)	110%	54%	50%	54%	43%	43%
媒体广告	88	112	148	192	231	268
同比增长 (%)		28%	32%	30%	20%	16%
社交广告	87	158	256	430	662	1007
同比增长 (%)		81%	62%	68%	54%	52%
网络广告成本	-89	-154	-253	-353	-480	-622
网络广告毛利	86	116	151	269	413	653
网络广告毛利率	49%	43%	37%	43%	46%	51%
占营收比重 (%)	16%	17.7%	17.0%	18.1%	18.5%	19.8%

资料来源：中信证券研究部根据公司财报预测

图 45：腾讯 PE Band 走势 2015-2018



资料来源：Wind

估值逻辑

表 10：腾讯主营业务收入测算

公司核心盈利数据预测 (单位：亿元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,519	2,378	3,444	4,830	6,431
同比增长 (%)	48%	56%	45%	40%	33%
增值服务	1,078	1,540	2,002	2,579	3,069
同比增长 (%)	34%	43%	30%	29%	19%
网络广告	270	404	623	891	1,273
同比增长 (%)	54%	50%	54%	43%	43%
综合毛利率	56%	49%	50%	49%	48%
营业利润	503	665	965	1,307	1,669
Gaap 归母公司净利润	411	715	960	1,279	1,613

公司核心盈利数据预测（单位：亿元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Non-GAAP 归母公司净利润	431	673	975	1,313	1,683

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

综合考虑公司在未来三年的营收增速和利润增速趋势，我们认为，公司未来三年将进入收入结构优化，盈利增速适当放缓的稳健发展区间（预计公司 2018/19/20 年 Non-GAAP EPS 增速为 44%/35%/28%）。

1) 游戏业务增速放缓，广告、金融与云业务高速增长，投资贡献利润占比提升，各大板块在利润水平和增速上均有不同，应采取分部估值法；

2) 快速发展的广告和其他（金融+云）业务毛利率低于游戏业务，会在未来拉动营收增长的同时，拉低整体业务利润率；

3) 投资布局进入收获期，投资者对整体公司整体投资业务的估值存在分歧。

我们采用分部估值与 PE 估值相结合的方法，公司合理估值应该为 2019 年 Non Gaap 净利润的 31 倍 PE，对应目标价 508 港元。

风险因素

微信及腾讯其他产品面对用户时长下降的风险；

港股市场估值中枢下移的风险；

人民币汇率波动带来风险。

利润表 (亿元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1523	2380	3444	4830	6431
营业成本	674	1208	1722	2460	3347
毛利率	56%	49%	50%	49%	48%
销售管理研发费用	346	507	758	1063	1415
销售管理研发费用率	23%	21%	22%	22%	22%
营业利润	503	665	965	1307	1669
营业利润率 (%)	33%	28%	28%	27%	26%
其他非经营性损益	9	207	217	227	217
财务收入 (支出)	5	10	15	61	125
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
税前利润总额	516	882	1197	1595	2011
所得税开支 (减免)	0	0	0	0	0
所得税率	20%	18%	19%	19%	19%
少数股东损益	3.5	9.6	9.7	12.9	16.3
归母公司净利润	411	715	960	1279	1613
净利率	27%	30%	28%	26%	25%
每股收益(摊薄)	4.33	7.53	10.11	13.47	16.98

现金流量表 (亿元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
综合收益	486	791	960	1279	1613
少数股东损益	4	10	10	13	16
折旧和摊销	127	173	203	231	256
营运资金变动	110	173	-245	31	43
其他	7	0	-308	-191	-205
经营现金流	734	1147	619	1364	1724
资本支出	-188	-255	-357	-354	-362
投资增加	565	768	736	755	605
资产变卖	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
其他	43	59	0	0	0
投资现金流	-335	-455	-379	-401	-243
发行股票	2	2	0	0	0
负债变化	375	317	2209	1697	1937
股息支出	-37	-31	-86	-115	-145
其他	-25	-22	0	0	0
融资现金流	388	329	2295	1812	2082
汇率变动影响	24	-26	0	0	0
现金净增加额	812	995	2535	2776	3563

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (亿元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	719	1057	2706	4542	7091
存货	3	3	3	5	6
应收账款	243	337	544	763	1016
其他流动资产	527	388	1003	1405	1848
流动资产	1492	1784	4256	6715	9961
固定资产	237	319	372	425	467
长期股权投资	1721	2831	3418	3965	4352
无形资产	365	403	503	574	637
其他长期资产	144	210	52	48	29
非流动资产	2467	3762	4345	5012	5485
资产总计	3959	5547	8602	11728	15446
短期借款	123	157	172	338	450
应付账款	309	548	517	738	1004
其他流动负债	580	812	2364	3164	4204
流动负债	1012	1517	3053	4240	5659
长期负债	938	1115	1550	2173	2894
其他长期负债	147	144	344	483	579
非流动性负债	1085	1258	1894	2656	3473
负债合计	2097	2776	4947	6896	9131
储备	1746	2561	3434	4599	6066
其他综合收益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1746	2561	3434	4599	6066
少数股东权益	116	210	220	233	249
负债股东权益总计	3959	5547	8602	11728	15446

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	48%	56%	45%	40%	33%
营业利润	39%	32%	45%	36%	28%
净利润	42%	75%	34%	33%	26%
利润率 (%)					
毛利率	56%	49%	50%	49%	48%
EBIT Margin	33%	28%	28%	27%	26%
EBITDA Margin	41%	35%	34%	32%	30%
净利率	27%	30%	28%	27%	25%
回报率 (%)					
净资产收益率	24%	28%	28%	28%	27%
总资产收益率	10%	13%	11%	11%	10%
其他 (%)					
资产负债率	53%	50%	58%	59%	59%
所得税率	20%	18%	19%	19%	19%
股利支付率	9%	4%	9%	9%	9%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。