

【广发海外】腾讯控股 (00700.HK)

支付和云收入占比追平网游，待更多新游上线

核心观点:

1、18Q4 收入和 NonGAAP 业绩略超预期。18Q4 收入实现 849 亿 (+27.9%YoY, 较我们预测+2.7%), NonGAAP 归母净利润实现 197 亿(+13.0%YoY, 较我们预测+1.9%), GAAP 归母净利润实现 142 亿元 (-31.6% YoY, 较我们预测-22.5%), 主要因为 Q4 上市的投资公司体量和数量均较小, 使得其他收益净额大幅下降至-21 亿 (18Q3 和 17Q4 分别为 88 亿元和 79 亿元)。拟派息 1.00 港元/股。

2、游戏在预期内环比下滑 (手游较我们预期好), 广告稳健增长, 金融和云维持高增长, 收入占比增至 29%。

游戏: 18Q4 手游环比下降 2.6%, 新上 9 款代理手游, 版号重启以来公司共有 8 款 (7 款手游+1 款 PC 游戏) 拿到版号。

广告稳健增长: 收入同比+37.8%, 毛利率 36.6%。**社交广告稳步增长:** 收入同比+45.5% 至 118 亿, 微信广告中, 约 50% 的朋友圈活跃用户会看到第 2 条朋友圈广告, 整体加载率仍偏低, 18Q4 小程序广告收入保持环比 2 位数增长。**媒体广告恢复性增长:** 18 年初完成新闻广告系统升级, 新闻信息流业务促进广告收入显著增长, 视频广告 Q4 同比增长 21%, 部分剧目 (如古装剧) 延播影响了广告增长, 不过仍有较好增长。

支付、云及其他业务增长超我们预期。18Q4 收入同比+71.9%至 242 亿元, 收入占比提升至 28.5% (追上网游收入), 毛利率环比+0.4pct 至 23.1%, 单季毛利增至 56 亿 (广告业务单季毛利为 62 亿)。**支付:** 商业支付和海外市场快速渗透, 金融产品丰富化, 通过金融产品交叉销售补充备付金利息收入的下降。**云业务**全年收入 91 亿, 同比+100%, 18Q4 付费客户同比增长超 1 倍。

3、后续经营展望: 19Q1《王者荣耀》等老游戏继续发力,《完美世界》表现超预期, 头部游戏版号落地及上线对 19 年业绩影响较大,《DNF》手游已开启预约,《绝地求生: 刺激战场》用户数直追《王者荣耀》, 海外 PUBG 成为中国手游出海收入 TOP1; 广告稳健增长; 金融和云业务继续扩大市场份额。小程序生态继续深化, 小程序数量超 APP, 头部小程序数量快速增长, 内容搜索是 2019 年发力重点。

4、维持“买入”评级。预计 19~20 年归母净利润分别为人民币 842 亿元、1,089 亿元, EPS 分别为人民币 8.85 元、11.44 元, 当前股价对应 19~20 年 PE 分别为 35 倍、27 倍。预计 19~20 年 NonGAAP 归母净利润分别为人民币 919 亿元、1,129 亿元, 当前股价对应 19~20 年 PE 分别为 32 倍、26 倍。**短期广告是稳健的业绩增长点, 游戏是弹性, 中长期增长在于 B 端, 小程序连接产业、加速 B 端生态, 促进广告、支付、云增长。维持合理价值为 395 港元/股。**

5、风险提示: 版号发放进程低于预期;《绝地求生》手游版号不确定性; 新游流水不达预期; 宏观经济和行业竞争导致广告增长不达预期; 支付和云服务行业竞争致费用提升。

盈利预测:

(百万元RMB)	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	151,938	237,760	312,694	404,332	517,640
增长率(%)	47.7%	56.5%	31.5%	29.3%	28.0%
EBITDA	62,550	89,724	110,404	132,581	172,701
NonGAAP 归母净利润	45,420	65,126	77,469	91,947	112,932
增长率(%)	40.8%	43.4%	19.0%	18.7%	22.8%
EPS (元/股)	4.77	6.84	8.14	9.66	11.86
市盈率 (P/E)	65	45	38	32	26
市净率 (P/B)	17	12	9	7	6
EV/EBITDA	79.0	55.1	44.8	37.3	28.6

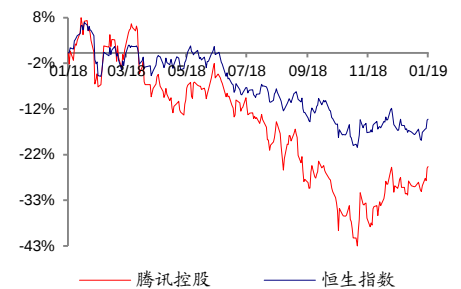
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	363.0 港元
合理价值	395 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-03-22

相对市场表现



分析师: 杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004



SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】腾讯控股 (00700.HK) 业绩前瞻: 业绩增速底可见, 游戏提供 19 年弹性	2019-03-04
【广发海外】腾讯控股 (00700.HK): 政策提振投资情绪, 中长期增长在于 B 端	2019-01-11
【广发海外互联网】腾讯控股 (00700.HK) 一储备 15 款有版号手游, 广告提速, 支付和云增长强劲; 政策因素或仍影响短期增长	2018-11-15

表 1: 腾讯分业务预测表 (人民币亿元)

营业收入	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1E	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2016	2017	2018	2019E	2020E
增值服务	469	421	440	437	473	472	509	518	1,078	1,540	1,766	1,972	2,261
网络游戏	288	252	258	242	263	253	275	275	708	979	1,040	1,067	1,173
PC 游戏	141	129	124	112	118	114	120	116	447	551	506	468	461
手游	217	176	195	190	213	204	227	231	377	628	778	875	1,023
社交网络收入	181	169	182	195	210	218	234	243	370	561	727	905	1,088
网络广告	107	141	162	170	156	190	211	225	270	404	581	781	1,034
社交及其他广告	74	94	112	118	109	131	149	161	154	255	398	550	756
媒体广告	33	47	51	52	47	59	62	64	115	148	183	231	278
其他业务	160	175	203	242	276	304	343	367	172	433	780	1,290	1,881
合计	735	737	806	849	905	965	1063	1110	1,519	2,378	3,127	4,043	5,176
收入同比增速	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1E	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2016	2017	2018	2019E	2020E
增值服务	33.5%	14.3%	4.6%	9.3%	1.0%	12.1%	15.6%	18.7%	33.6%	42.8%	14.7%	11.7%	14.7%
网络游戏	26.2%	5.6%	-3.8%	-0.7%	-8.5%	0.5%	6.7%	13.6%	25.2%	38.2%	6.2%	2.6%	9.9%
PC 游戏	0.0%	-5.1%	-15.1%	-12.5%	-16.6%	-11.6%	-3.4%	3.7%	26.8%	23.2%	-8.2%	-7.6%	-1.5%
手游	68.2%	18.9%	7.1%	12.4%	-1.9%	16.1%	16.3%	21.7%	77.0%	66.6%	23.9%	12.5%	16.9%
社交网络收入	47.2%	30.3%	19.3%	24.9%	16.1%	29.5%	28.2%	25.0%	53.5%	51.8%	29.5%	24.6%	20.2%
网络广告	55.2%	39.0%	47.1%	37.8%	45.6%	34.4%	29.8%	32.1%	54.4%	49.9%	43.6%	34.5%	32.3%
社交及其他广告	68.8%	54.5%	61.2%	45.5%	47.5%	39.4%	33.6%	36.3%	75.4%	65.2%	55.9%	38.4%	37.4%
媒体广告	31.5%	16.0%	23.5%	25.9%	41.5%	24.4%	21.3%	22.6%	32.3%	29.4%	23.4%	26.1%	20.3%
其他业务	111.2%	81.2%	68.5%	71.9%	72.9%	73.5%	69.0%	51.6%	263.1%	152.6%	79.9%	65.4%	45.8%
合计	48.4%	30.2%	23.6%	27.9%	23.1%	31.0%	31.9%	30.8%	47.7%	56.5%	31.5%	29.3%	28.0%
收入占比	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1E	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2016	2017	2018	2019E	2020E
增值服务	63.8%	57.1%	54.7%	51.4%	52.3%	48.9%	47.9%	46.7%	71.0%	64.8%	56.5%	48.8%	43.7%
网络游戏	39.1%	34.2%	32.0%	28.5%	29.1%	26.2%	25.9%	24.8%	46.6%	41.2%	33.3%	26.4%	22.7%
PC 游戏	19.2%	17.5%	15.4%	13.2%	13.0%	11.8%	11.3%	10.5%	29.4%	23.2%	16.2%	11.6%	8.9%
手游	29.5%	23.9%	24.2%	22.4%	23.5%	21.2%	21.3%	20.8%	24.8%	26.4%	24.9%	21.6%	19.8%
社交网络收入	24.6%	22.9%	22.6%	22.9%	23.2%	22.6%	22.0%	21.9%	24.3%	23.6%	23.2%	22.4%	21.0%
网络广告	14.5%	19.2%	20.2%	20.1%	17.2%	19.7%	19.8%	20.3%	17.8%	17.0%	18.6%	19.3%	20.0%
社交及其他广告	10.1%	12.7%	13.8%	14.0%	12.0%	13.6%	14.0%	14.5%	10.2%	10.7%	12.7%	13.6%	14.6%
媒体广告	4.5%	6.4%	6.3%	6.1%	5.2%	6.1%	5.8%	5.7%	7.5%	6.2%	5.9%	5.7%	5.4%
其他业务	21.7%	23.7%	25.2%	28.5%	30.5%	31.5%	32.3%	33.1%	11.3%	18.2%	24.9%	31.9%	36.3%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1E	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2016	2017	2018	2019E	2020E
互联网增值服务	63.3%	59.0%	56.5%	53.4%	58.0%	55.0%	60.0%	58.0%	65.1%	60.1%	58.1%	57.8%	58.5%
网络广告	31.2%	37.4%	36.7%	36.6%	33.5%	38.7%	38.3%	38.4%	42.9%	36.7%	35.8%	37.5%	39.4%
其他产品	25.4%	24.9%	22.8%	23.1%	23.3%	23.4%	23.3%	23.5%	16.0%	21.9%	23.9%	23.4%	24.2%
合计	50.4%	46.8%	44.0%	41.4%	43.2%	41.9%	43.9%	42.6%	55.6%	49.2%	45.5%	42.9%	42.2%
GAAPEPS	2.45	1.88	2.45	1.49	2.09	2.00	2.37	2.40	4.32	7.51	8.27	8.85	11.44
NonGAAPEPS	1.92	2.07	2.07	2.07	2.27	2.29	2.50	2.60	4.77	6.84	8.14	9.66	11.86

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注: 手游+PC游戏收入加总高于网络游戏收入, 主要因为财务收入分类上, 将手游收入中通过内部渠道分发的收入分成计入社交网络业务中。

表 2: 腾讯利润表简表

(亿元人民币)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1E	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	735	737	806	849	905	965	1,063	1,110	1,519	2,378	3,127	4,043	5,176
营业成本	365	392	451	497	514	561	597	637	674	1,208	1,706	2,309	2,992
其他收益净额	76	25	88	(21)	12	17	15	16	36	201	167	60	71
销售费用	56	64	66	57	60	69	78	85	121	177	242	291	373
管理费用	94	99	109	113	115	125	136	132	225	331	415	509	599
财务费用	7	12	15	14	8	14	12	13	20	29	47	48	57
除税前溢利	297	222	266	159	236	229	271	275	516	882	945	1,012	1,310
归属母公司净利润	233	179	233	142	199	190	225	228	411	715	787	842	1,089
Non-GAAP 归母净利润	183	197	197	197	216	218	238	247	454	651	775	919	1,129
GAAP EPS(元/股)	2.45	1.88	2.45	1.49	2.09	2.00	2.37	2.40	4.32	7.51	8.27	8.85	11.44
NonGAAP EPS(元/股)	1.92	2.07	2.07	2.07	2.27	2.29	2.50	2.60	4.77	6.84	8.14	9.66	11.86
主要比率	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1E	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2016	2017	2018	2019E	2020E
毛利率	50.4%	46.8%	44.0%	41.4%	43.2%	41.9%	43.9%	42.6%	55.6%	49.2%	45.5%	42.9%	42.2%
销售费用率	7.6%	8.6%	8.2%	6.7%	6.6%	7.1%	7.3%	7.7%	8.0%	7.4%	7.7%	7.2%	7.2%
管理费用率	12.8%	13.4%	13.5%	13.4%	12.7%	13.0%	12.8%	11.9%	14.8%	13.9%	13.3%	12.6%	11.6%
财务费用率	0.9%	1.6%	1.9%	1.6%	0.9%	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.5%	1.2%	1.1%
税前利润率	40.4%	30.1%	33.0%	18.8%	26.1%	23.8%	25.5%	24.8%	34.0%	37.1%	30.2%	25.0%	25.3%
所得税率	19.3%	16.2%	12.1%	12.0%	15.0%	15.2%	15.1%	15.2%	19.7%	17.8%	15.3%	15.1%	15.1%
归属母公司净利率	31.7%	24.3%	29.0%	16.8%	22.0%	19.7%	21.2%	20.5%	27.0%	30.1%	25.2%	20.8%	21.0%
NonGAAP 净利率	24.9%	26.8%	24.5%	23.2%	23.8%	22.6%	22.4%	22.3%	29.9%	27.4%	24.8%	22.7%	21.8%
YoY	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1E	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	48.4%	30.2%	23.6%	27.9%	23.1%	31.0%	31.9%	30.8%	47.7%	56.5%	31.5%	29.3%	28.0%
归属母公司净利润	60.6%	-1.8%	29.6%	-31.6%	-14.7%	6.5%	-3.4%	60.4%	42.7%	74.0%	10.1%	7.0%	29.3%
Non GAAP 归母净利润	28.9%	20.3%	15.5%	13.0%	17.8%	10.7%	20.9%	25.3%	40.8%	43.4%	19.0%	18.7%	22.8%
QoQ	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1E	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	10.7%	0.2%	9.4%	5.3%	6.6%	6.6%	10.2%	4.4%					
归属母公司净利润	12.0%	-23.3%	30.6%	-39.0%	39.7%	-4.3%	18.4%	1.3%					
Non GAAP 归母净利润	4.9%	7.7%	0.0%	0.1%	9.4%	1.2%	9.2%	3.7%					

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 腾讯分部估值简表

分业务	收入 (RMB 亿元)		净利润 (RMB 亿元)		PE	PS	各业务估值		
	2018	2019E	2018E	2019E	2019	2019	(RMB 亿元)	(亿美元)	(亿港元)
游戏	1,284	1,343	514	537			9,107	1,361	
PC 游戏	506	468	202	187	15		2,806	419	
移动游戏	778	875	311	350	18		6,301	942	
广告	460	630					5,903	882	
社交广告	398	550	143	193	28		5,503	823	
媒体广告 (不含视频)	62	80				5.0	400	60	
用户付费(分部估值合计)	603	780					3,080	461	
小计	2,347	2,776					18,090	2,704	
支付+云服务 +投资+小程序	780	1,290					13,674	2,093	
合计							31,764	4,797	37,603
合理价值									395 港元

资料来源: 公司财报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 美元对人民币汇率 6.69, 人民币兑港元汇率 1.17。

正文:

一、18Q4收入和NonGAAP业绩略超预期，GAAP业绩低于预期。18Q4收入实现849亿（+27.9%，较我们预测+2.7%），NonGAAP归母净利润实现197亿（+13.0%，较我们预测+1.9%），GAAP归母净利润实现142亿元（-31.6%，较我们预测-22.5%），主要因为其他收益净额为-21亿元（18Q3和17Q4分别为88亿元和79亿元），18Q3拼多多、美团点评等投资公司上市带来较大视同增值收益（约208亿），18Q4上市的投资公司体量和数量均较小（投资公司收益仅1亿元），以及TME发行普通股确认的一次性开支。NonGAAP归母净利润经调整增加55亿元，主要是减值拨备10亿元+股份酬金28亿元+无形资产摊销18亿元-投资公司收益1亿元。

18Q4毛利率为41.4%，环比下降2.6pct，主要由于低毛利率的支付和云业务收入占比不断提升。销售费用率6.7%，环比下降1.4pct，管理费用率为13.4%，环比持平。实现NonGAAP归母净利率23.2%，环比下降1.3pct。拟派息1.00港元/股。

二、经营回顾：游戏在预期内环比下滑（手游超预期好），广告稳健增长，金融和云维持高增长（收入占比增至29%）。

微信MAU环比+1.5%达10.98亿，朋友圈日活7.5亿。QQ的MAU环比略增至8.07亿。QQ看点每日视频播放量同比增长逾300%。小程序日均访问量同比增长54%，已经进入200个行业，中长尾小程序日均访问量大幅增长，占到小程序总访问量的43%。

1、游戏：手游好于预期，PC游戏下滑较多。18Q4游戏收入242亿元，同比-0.7%，环比-6.3%，收入占比降至28.5%。截至Q3递延收入423亿，环比持平。

手游：实现收入190亿元，同比+12.4%，环比-2.6%，18Q4上线9款代理游戏，其中《红警OL》《火影忍者OL》《侍魂：胧月传说》表现不错，均在一定期间内进入畅销榜TOP10。《王者荣耀》18年12月KPL总决赛吸引超7,500万用户观看现场直播。版号重启以来公司共有8款（7款手游+1款PC游戏）拿到版号。

PC游戏：实现收入112亿元，同比-12.5%，环比-9.7%，由于缺少新游戏，收入继续趋势性下滑。新上线自研的细分品类游戏《彩虹坠入》（独立解谜类）、《幽林怪谈》（战国动作类）。

2、广告稳健增长：实现收入170亿，同比+37.8%，毛利率为36.6%，毛利率环比持平略增。**社交广告稳步增长：**收入同比+45.5%至118亿，微信广告中，约50%的朋友圈活跃用户会看到第2条朋友圈广告，整体加载率仍偏低，18Q4小程序广告收入保持环比2位数增长。**媒体广告恢复性增长：**18年初完成新闻广告系统升级，新闻信息流业务促进广告收入显著增长，视频广告Q4同比增长21%，部分剧目（如古装剧）延播影响了广告增长，不过仍有较好增长，18Q4媒体广告收入同比增速提升至25.9%。

3、社交网络收入占比22.9%，占比稳定。18Q4腾讯注册订阅数达1.60亿，环比增长4.1%，其中腾讯视频付费用户达8,900万，同比和环比分别增长58%和8.5%，腾讯视频日活用户视频播放量同比增长超40%。

4、支付、云及其他业务增长超我们预期。18Q4收入同比增长71.9%至242亿元，收入占比提升至28.5%（追上网游收入），毛利率环比增长0.4pct至23.1%，单季毛利增至56亿（广告业务单季毛利为62亿）。

支付：商业支付和海外市场快速渗透，金融产品丰富化，通过金融产品交叉销售补充备付金利息收入的下降。微信支付2018年日均总支付交易量超10亿次。商业支付占支付交易量一半以上，2018年商业支付收入同比增长超1倍；18Q4月活商户同比增长超80%，凭借小程序及扫码购等功能，在食品及零售行业的支付渗透率上升。

跨境支付：微信支付目前可在中国内地以外的 49 个市场使用，支持 16 种货币的跨境支付交易。**理财通**截至2018年底累计用户达 1 亿，协助管理客户资产超6,000亿元。

微粒贷贷款余额迅速增长，**微业贷**服务中小型企业客户。

云业务：18Q4收入31亿，全年收入91亿，同比增长超100%，基于公众号及小程序等资源搭建云解决方案，丰富产品组合，促进18Q4付费客户同比增长超1倍。

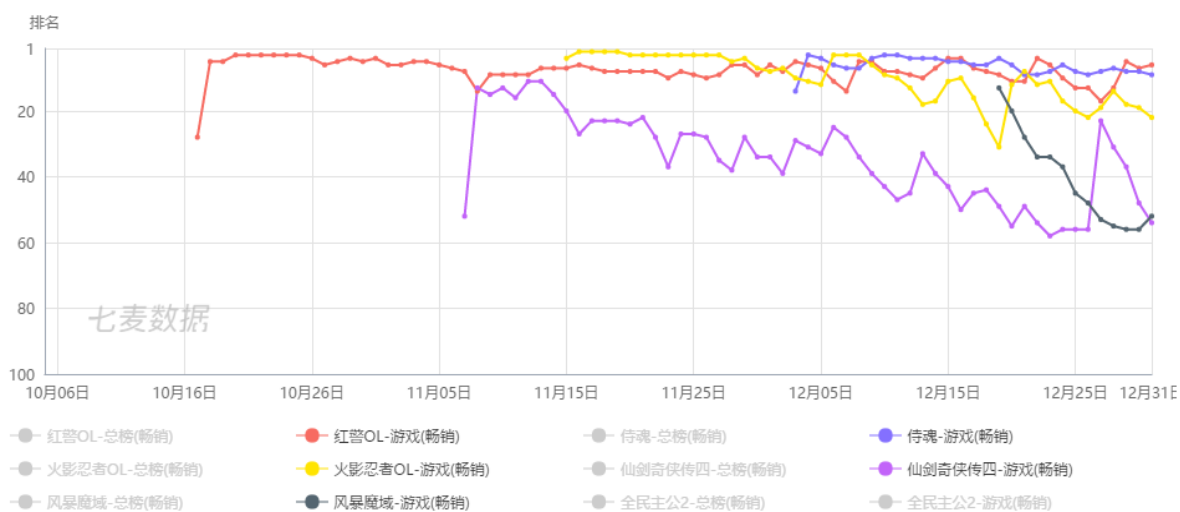
5、投资逾700家公司，超过100家公司估值超10亿美元，其中60家已上市。投资是腾讯的核心战略，与腾讯业务形成互补，公司预计2019年投资不会收缩。

图 1：18Q4 以来头部新游偏少

18Q1 (8款)	18Q2 (7款)	18Q3 (10款)	18Q4 (9款)	19Q1
MU Awakening 奇迹 MU: 觉醒	QSPDK 轻松跑得快	Free Fantasy Online Mobile 自由幻想	Command & Conquer: Red Alert OL 红警 OL	完美世界
Hello Mahjong 麻将来了	Rise of Empires 我的王朝	Tales of Demons & Gods 妖神记	XuanYuan Sword Online 轩辕剑 Online	闹闹天宫
Fighter of the Destiny 择天记手机版	Kings of Fighter: Des 拳皇命运	MT4 我叫 MT4	QMZG 2 全民主公 2	记忆重构
Island story-Let's Boor 全民岛主	FIFA Mobile FIFA 足球世界	Saint Seiya (Tencent) 圣斗士星矢	Legend of Sword and Fairy 4 仙剑奇侠传四	
The Glory of Loong 真龙霸业	ChuanQi World 3D 传奇世界 3D	Crossing Void 电击文库：零境交错	Naruto OL Mobile - Next Generations 火影忍者 OL 手游	
QQ Dancers Mobile QQ 炫舞手机版	Muses 云裳羽衣	Zootopia: dreambuilder 疯狂动物城-筑梦日记	XiaoYaoJue 逍遥诀	
QQ Huaxia Mobile QQ 华夏手游	Crossgate 魔力宝贝	King of Kings 3D 万王之王 3D	Fighting Soul 魂武者	
Pop Moe 消除者联盟		Ultimate Football Manager 全民冠军足球 2018	Samurai Spirits 侍魂-胧月传说	
		Battle Through the Heaven 斗破苍穹正版手游	Storm Eudemons 风暴魔域	
		Hatsune Miku Dreamy Vocal 初音未来：梦幻歌姬		

数据来源：公司财报，Appannie，七麦数据，广发证券发展研究中心

图2：腾讯18Q4上线的重点游戏在iOS畅销榜表现



数据来源：七麦数据，广发证券发展研究中心

表4：近2年腾讯系公司IPO梳理

股票代码	公司名称	上市时间	最新市值 (亿美元)	上市时腾讯 持股市值(亿美元)	腾讯最新 持股比例	腾讯最新 持股市值(亿美元)
1896.HK	猫眼娱乐	2019-02-04	20.0	3.5	14.0%	2.8
2013.HK	微盟集团	2019-01-15	8.2	0.2		
TME.N	腾讯音乐	2018-12-12	291.3	122.4	57.4%	167.2
1119.HK	创梦天地	2018-12-06	9.7	2.2	20.7%	2.0
MOGU.N	蘑菇街	2018-12-06	16.9	2.6	17.2%	2.9
0780.HK	同程艺龙	2018-11-26	40.2	6.0	25.1%	10.1
3690.HK	美团点评	2018-09-20	426.9	91.1	18.8%	80.2
QTT.O	趣头条	2018-09-14	35.5	1.5	7.6%	2.7
NIO.N	蔚来	2018-09-12	83.3	8.6	13.4%	11.1
CANG.N	灿谷	2018-07-26	14.9	1.7	10.5%	1.6
PDD.O	拼多多	2018-07-26	325.5	37.5	17.0%	55.5
HUYA.N	虎牙	2018-05-11	48.4	7.7	31.6%	15.3
SPOT.N	Spotify	2018-04-03	273.4	21.4	0.0%	0.0
BILI.O	哔哩哔哩	2018-03-28	54.2	1.4	12.3%	6.7
2858.HK	易鑫集团	2017-11-16	18.6	13.0	20.9%	3.9
SOGO.N	搜狗	2017-11-09	25.1	19.7	38.2%	9.6
0772.HK	阅文集团	2017-11-08	52.1	0.0	54.4%	28.3
6060.HK	众安在线	2017-09-28	57.0	11.5	10.2%	5.8

数据来源：Wind，各公司招股书，广发证券发展研究中心

表5: 2018年腾讯投资公司损益

单位: 百万元人民币	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
来自投资公司的收益/亏损净额	7,788	4,010	20,949	125
明细:				
处置及视同处置投资公司的收益	1,572	725	528	
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的公允价值变动	6,042	2,946	20,146	
其他工具的公允价值变动	174	339	275	

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 2018Q1主要是若干投资公司(如短视频分享、新闻信息流、网络游戏及视频内容创作等垂直领域)估值增加而产生的公允价值收益, 包括B站上市, 斗鱼、虎牙等再融资。2018Q3主要从事提供互联网相关服务、媒体及娱乐业务以及相关业务的投资公司估值增加而产生的公允价值收益; 包括美团点评、拼多多、蔚来等上市。

三、后续经营展望: 头部游戏版号落地及上线对19年业绩影响较大, 广告稳健增长, 金融和云业务目前目标仍是扩大份额。

1、游戏是19年弹性, 头部游戏版号落地及上线对业绩影响较大; 值得注意的是, 海外持续发力, PUBG成为中国手游出海收入TOP1。

19Q1老游戏和次新游继续发力, 3月《完美世界》表现超预期。《王者荣耀》在1、2月份上线的新皮肤和返场皮肤明显增多。根据伽马数据和Appannie 1月份的游戏收入榜, 《王者荣耀》稳居首位, 《QQ飞车》《乱世王者》《QQ炫舞》《红警OL》排名均有所回升。《完美世界》于3月6日上线, 至今已霸榜游戏畅销榜12天。

储备多款头部新游有望陆续上线, 将为19Q2贡献增量。根据腾讯手游助手, 《剑网3》《妖精的尾巴》《龙族幻想》《跑跑卡丁车》等几款手游有望3-4月上线。随着2018年底版号放开并常态化, 版号压制因素释放, 头部游戏版号的落地、上线时间及上线后表现对2019年增量影响较大。

19-20年储备的对业绩弹性较大的游戏: 《地下城与勇士》手游已开启预约, 预计19H1开测, 是2019年最值得期待的手游之一, 其端游至今是全球最赚钱的2大端游之一; 《绝地求生: 刺激战场》手游用户数直追《王者荣耀》, 版号能否落地对2019年业绩影响较大。其他还包括《使命召唤》手游、《英雄联盟》手游、《天堂2》等。端游《堡垒之夜》尚未拿到版号。

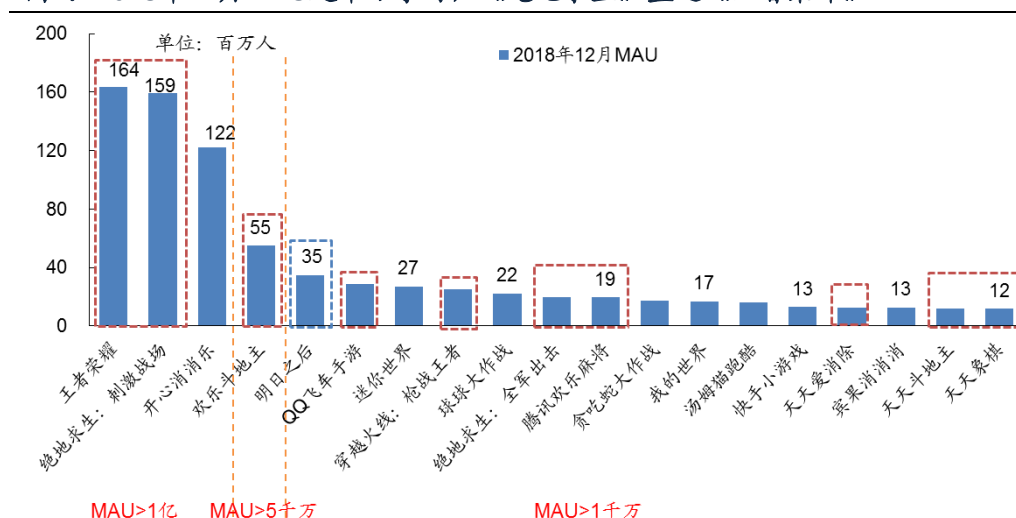
海外持续发力, PUBG海外收入不断增长, 国内用户直追《王者荣耀》。PUBG截至2018年12月海外DAU超3千万(根据腾讯光子工作室), 《刺激战场》国内12月MAU直追《王者荣耀》, 达1.59亿(根据Questmobile数据)。根据Sensor Tower数据, 得益于1月18日开启Royale Pass第五赛季, 2019年1月海外收入达4,520万美元(约3亿元人民币), 主要来自美国、日本、土耳其等国家, 国内目前尚未变现, 2月维持中国手游海外收入TOP1。根据Sensor Tower数据, 《王者荣耀》截至2019年2月海外累计流水超2亿美元。

图3：2018年10月~2019年2月iOS畅销榜中腾讯游戏表现

#	2018年10月 收入排行	#	2018年11月 收入排行	#	2018年12月 收入排行	#	2019年1月 收入排行	#	2019年2月 收入排行
1	Honour of Kings (王者荣耀)	1	Honour of Kings (王者荣耀)	1	Honour of Kings (王者荣耀)	1	Honour of Kings (王者荣耀)	1	Honour of Kings (王者荣耀)
2	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	2	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	2	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	2	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	2	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)
3	God of Night (神都夜行录)	3	After Tomorrow (明日之后)	3	LifeAfter (明日之后)	3	Westward Journey Online (大话西游)	3	QQ Speed (QQ飞车)
4	QQ Speed (QQ飞车)	4	Westward Journey Online (大话西游)	4	Westward Journey Online (大话西游)	4	QQ Speed (QQ飞车)	4	Onmyoji (阴阳师)
5	Langrisser (梦幻模拟战)	5	Naruto OL (火影忍者OL)	5	QQ Speed (QQ飞车)	5	LifeAfter (明日之后)	5	Lord of the City (一刀传世)
6	Fights Break Spheres (斗破苍穹：斗帝之路)	6	Onmyoji (阴阳师)	6	Samurai Spirits (侍魂：胧月传说)	6	King Of Chaos (乱世王者)	6	Fate/Grand Order
7	Westward Journey Online (大话西游)	7	Red Alert OL (红警OL)	7	Onmyoji (阴阳师)	7	QQ Speed (QQ飞车)	7	QQ Speed (QQ飞车)
8	Onmyoji (阴阳师)	8	Langrisser (梦幻模拟战)	8	Red Alert OL (红警OL)	8	Onmyoji (阴阳师)	8	LifeAfter (明日之后)
9	One Piece Burning Will (航海王：燃烧意志)	9	QQ Speed (QQ飞车)	9	Naruto OL (火影忍者OL)	9	Onmyoji (阴阳师)	9	Westward Journey Online (大话西游)
10	Fate/Grand Order	10	King Of Chaos (乱世王者)	10	Ghost (倩女幽魂)	10	Ghost (倩女幽魂)	10	King Of Chaos (乱世王者)

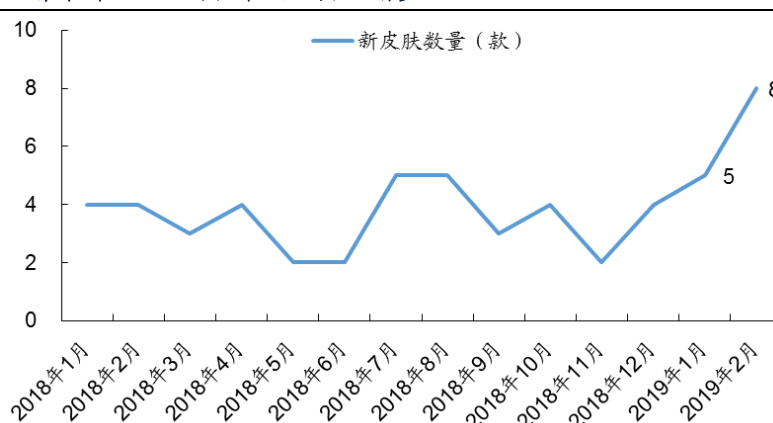
数据来源：Appannie，广发证券发展研究中心

图4：2018年12月MAU超千万手游，《绝地求生》直追《王者荣耀》



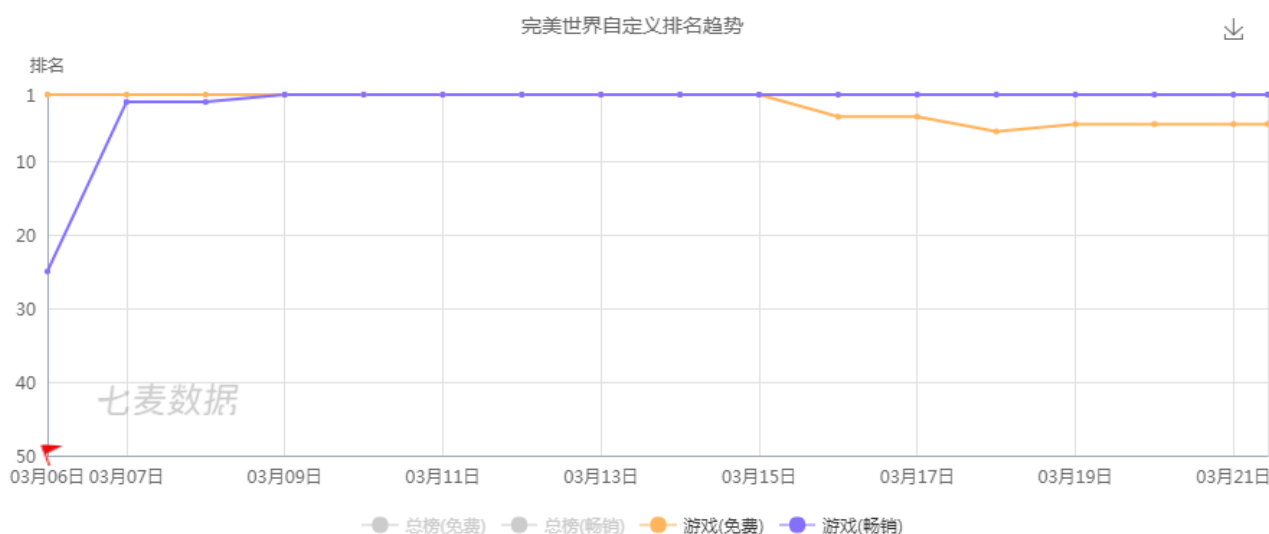
数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

图5：《王者荣耀》1、2月新皮肤明显增多



数据来源：《王者荣耀》游戏，琵琶网，广发证券发展研究中心

图6: 新游《完美世界》于3月6日上线, 已霸榜畅销榜12天



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图7: 《PUBG》位居中国手游出海收入榜TOP1

2018年12月	2019年1月	2019年2月
1 荒野行动 网易	1 PUBG Mobile 腾讯	1 PUBG Mobile 腾讯
2 王国纪元 IGG	2 荒野行动 网易	2 王国纪元 IGG
3 PUBG Mobile 腾讯	3 王国纪元 IGG	3 荒野行动 网易
4 黑道风云 友塔网络	4 黑道风云 友塔网络	4 火枪纪元 FunPlus
5 火枪纪元 FunPlus	5 火枪纪元 FunPlus	5 黑道风云 友塔网络
6 阿瓦隆之王 FunPlus	6 阿瓦隆之王 FunPlus	6 文明觉醒 莉莉丝
7 文明觉醒 莉莉丝	7 文明觉醒 莉莉丝	7 叫我官老爷 创想互动
8 列王的纷争 智明星通	8 苏丹的游戏 梦加网络	8 阿瓦隆之王 FunPlus
9 无尽对决 沐瞳科技	9 列王的纷争 智明星通	9 放置奇兵 卓杭网络
10 放置奇兵 卓杭网络	10 仙境传说RO 心动网络	10 末日孤城 龙创视动

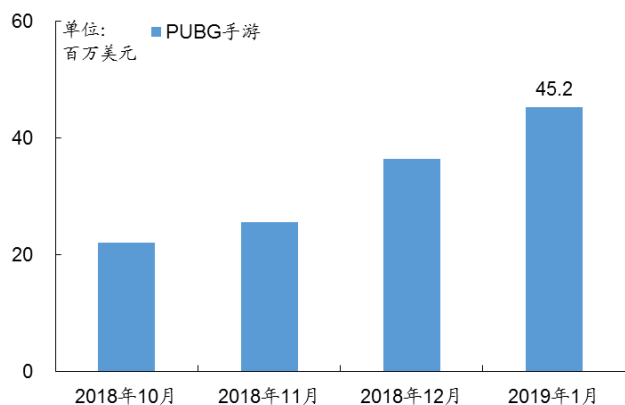
数据来源: Sensor Tower, 广发证券发展研究中心

图8: 《PUBG》进入美国手游畅销榜TOP1



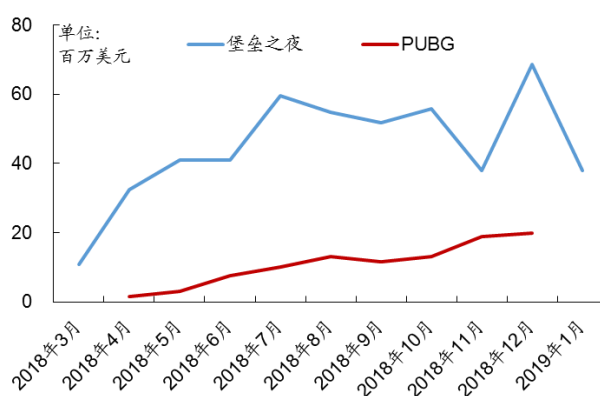
数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图9: 《PUBG》手游iOS+GooglePlay收入



数据来源: SensorTower, 广发证券发展研究中心

图10: 《堡垒之夜》和《PUBG》手游iOS月流水



数据来源: SensorTower, 广发证券发展研究中心

表6: 截至2019年2月腾讯储备的主要微信/手Q游戏

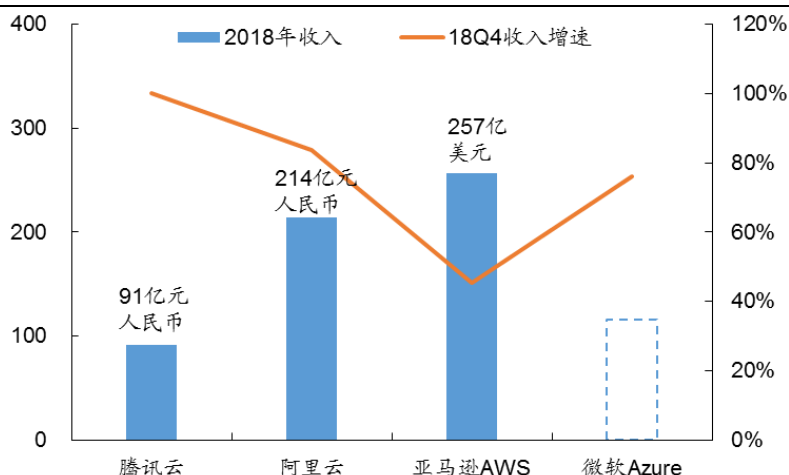
序号	游戏名称	是否有版号	预计上线时间	游戏类型	自研/代理	微信预约量(万人)
1	绝地求生: 全军出击				自研	
2	绝地求生: 刺激战场				自研	
3	地下城与勇士	1	待定		代理	
4	天堂 II: 革命		待定		代理	
5	极品飞车 OL 手机版	2	待定		代理	
6	使命召唤手游		待定		自研	
7	英雄联盟					
8	剑网3: 指尖江湖	3	19H1	角色扮演	代理, 西山居研发	180.6
9	完美世界	4	3月6日	飞行战斗	代理, 完美研发	178.6
10	剑侠情缘2: 剑歌行	5	19H1	MMO	代理, 西山居研发	120.6
11	妖精的尾巴: 魔导少年	6		3D 回合	自研	102.8
12	一人之下			格斗	自研	80.0
13	跑跑卡丁车		19Q1	竞速赛车	联合运营	64.0
14	权力的游戏 凛冬将至		2019 年		代理, 游族研发	
15	龙珠最强之战	7		动作冒险	代理	51.2
16	一起来捉妖	8		腾讯首款 AR 捉妖手游	自研	
17	王牌战士		19Q1	角色射击	自研	49.9
18	龙族幻想		19Q2	RPG	代理	74.2
19	乐高无限		2019 年			39.8
20	猎人 X 猎人			动作	代理	33.3
21	雪鹰领主: 英雄本色			RPG	自研	26.9
22	云梦四时歌	9		唯美唐风	代理, 完美研发	22.8
23	足球经理 2018			知名 IP 策略游戏	自研	18.9
24	拉结尔	10	2019 年	ARPG	代理	
25	手工星球			沙盒创造与冒险	代理	
26	脸黑先生			动画式交互冒险手游	自研	
27	逍遥诀			玄幻	代理	
28	仙境传说 RO: 爱如初见			MMO	代理	
29	执剑之刻			卡牌		
30	光明勇士	11			代理	
31	石器时代				代理	
32	天涯明月刀				自研	
33	王牌捉妖师	12			自研	
34	秦时明月				自研	
35	我的起源		2019 年	创新沙盒	代理	
36	进化之地 2			RPG 游戏	代理	
37	不可思议之梦蝶			解谜冒险类手游	代理	

资料来源: 腾讯公司财报及官网、腾讯新文创大会微信游戏、国家新闻出版广电总局、广发证券发展研究中心

2、广告是稳健的增长点，微信持续释放广告价值，视频广告因部分剧目延播19Q1增长或承压，新闻信息流广告恢复性增长。微信基于微信广告，联动微信公众号、小程序、微信支付，构建微信生态内营销闭环。2019年腾讯将加强微信搜索直达功能，是潜在变现模式。

3、金融、云及其他继续扩大市场份额。商业支付规模提升、金融产品交叉销售，促进金融科技业务高增长；云业务18Q4推出新的IaaS和PaaS产品，产品组合更丰富，客户方面加强在金融、零售、医疗、政务、交通等垂直领域的客户拓展。

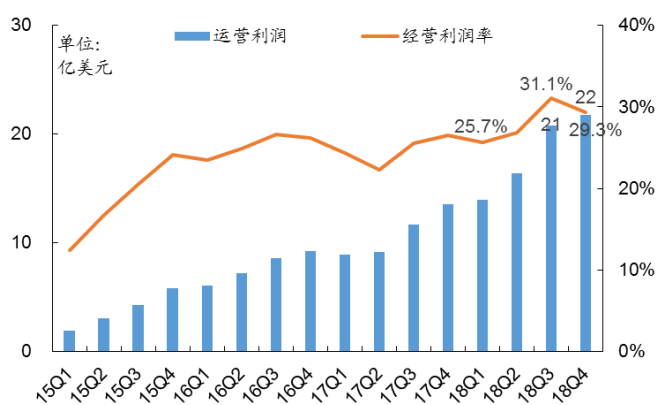
图 11：全球主要云计算公司收入及增速



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

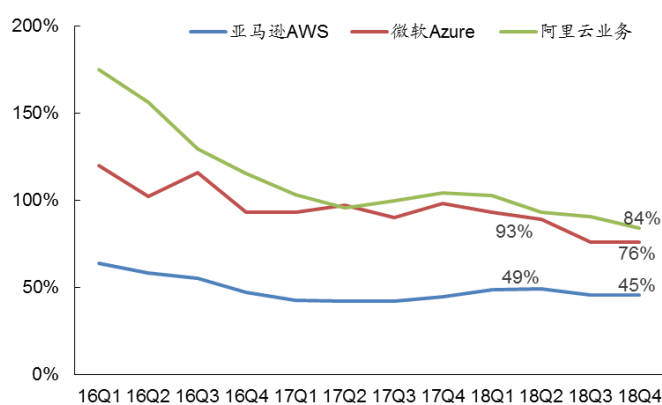
备注：微软Azure收入为我们参考Synergy Research和Gartner的行业市场份额数据做的估算值，不代表真实数据。

图12：亚马逊AWS运营利润快速增长



数据来源：亚马逊财报，广发证券发展研究中心

图13：全球巨头云业务收入同比增速对比



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

4、小程序生态继续深化，头部小程序数量快速增长。

小程序数量超APP，小程序数量和头部小程序数量均实现快速增长。根据阿拉丁统计，微信小程序数量截至2018年12月超230万，超过苹果App Store应用数量210万。

根据Questmobile数据，MAU超500万的微信小程序数量从2018年6月的133个增至2018年12月的209个，再增至19年2月的237个（同期MAU超500万的APP数量为434个）。

小程序运营从流量思维向构建商业体系转变，构建完整商业体系的小程序逐渐沉淀下来。同程艺龙微信渠道用户占比达80.3%，猫眼小程序用户占90%，蘑菇街小程序GMV贡献31.1%，拼多多小程序MAU达1.1亿。内容搜索是2019年微信小程序发力重点，将直达用户需求和服务，成为新入口。

四、维持“买入”评级。预计19~20年归母净利润分别为人民币842亿元、1,089亿元，EPS分别为人民币8.85元、11.44元，当前股价对应19~20年PE分别为35倍、27倍。预计19~20年NonGAAP归母净利润分别为人民币919亿元、1,129亿元，当前股价对应19~20年PE分别为32倍、26倍。短期广告是稳健的业绩增长点，游戏是弹性，中长期增长在于B端，小程序连接产业、加速B端生态，促进广告、支付、云增长。维持合理价值为395港元/股。

五、风险提示：版号发放进程低于预期；《绝地求生》手游版号不确定性；新游流水不达预期；宏观经济和行业竞争导致广告增长不达预期；支付和云服务行业竞争致费用提升。

表7：全球主要互联网科技公司估值表

股票代码	公司	交易币种	收盘价	总市值 (亿美元)	EPS (美元)			PE			PS		
					2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
电商/生活服务													
AMZN.O	亚马逊	USD	1,819.3	8,936	20.51	27.73	40.97	88.7	65.6	44.4	3.8	3.2	2.8
BABA.N	阿里巴巴	USD	181.5	4,668	4.03	4.67	6.39	45.0	38.8	28.4	8.3	6.1	4.7
JD.O	京东	USD	28.8	416	(0.13)	0.06	0.18	(114.6)	235.2	78.0	0.6	0.5	0.4
PDD.O	拼多多	USD	24.8	275	(0.34)	0.08	0.10	(18.3)	76.0	63.7	14.4	2.1	2.0
03690.HK	美团点评	HKD	50.0	357	(2.94)	(0.18)	0.00	(2.1)	(33.7)	1,607	3.8	2.6	1.9
00780.HK	同程艺龙	HKD	16.9	42	0.04	0.07	0.11	55.0	29.5	17.9	5.5	3.6	2.9
搜索/门户													
GOOGL.O	Google	USD	1,236.1	8,577	44.21	47.35	55.16	27.9	26.1	22.4	6.3	6.5	5.5
BIDU.O	百度	USD	171.8	600	11.50	6.89	9.78	14.9	24.9	17.6	4.0	3.4	2.9
SOGO.N	搜狗	USD	5.8	23	0.26	0.20	0.36	22.8	28.7	16.3	2.0	1.8	1.6
SINA.O	新浪	USD	59.1	42	1.76	2.39	3.06	33.6	24.7	19.3	2.0	1.7	1.5
社交													
FB.O	Facebook	USD	166.1	4,740	7.75	7.63	8.85	21.4	21.8	18.8	8.5	6.9	5.7
00700.HK	腾讯控股	HKD	370.0	4,403	1.22	1.31	1.69	37.9	35.4	27.4	9.5	7.4	5.8
WB.O	微博	USD	60.7	135	2.57	2.95	3.62	23.6	20.6	16.8	7.9	6.6	5.5
TWTR.N	推特	USD	32.6	250	1.57	0.45	0.62	20.7	72.4	52.8	8.2	7.2	6.3
SNAP.N	SNAP	USD	11.0	140	(0.99)	(0.75)	(0.55)	(11.1)	(14.8)	(20.0)	11.8	9.0	7.0
IP/视频/文学/音乐													
NFLX.O	奈飞公司	USD	377.9	1,650	2.77	4.16	6.69	136.2	90.8	56.5	10.4	8.2	6.6
IQ.O	爱奇艺	USD	26.0	189	(0.27)	(0.25)	(0.15)	(13.8)	(14.8)	(24.3)	5.2	3.8	3.0
BILI.O	哔哩哔哩	USD	17.7	49	(0.32)	(0.37)	(0.00)	(54.9)	(47.7)		8.2	5.1	3.5
MOMO.O	陌陌	USD	38.5	80	0.99	1.68	2.10	19.4	11.4	9.2	4.1	2.7	2.3
YY.O	欢聚时代	USD	83.6	53	0.19	0.31	0.38	22.2	13.3	10.9	2.3	1.8	1.5
HUYA.N	虎牙	USD	28.0	57	(1.79)	0.31	0.60	(15.6)	89.6	46.8	8.4	5.4	4.1
01357.HK	美图公司	HKD	3.7	21	(0.04)	(0.02)	0.01	(11.4)	(27.6)	72.0	5.1	5.7	4.9
00772.HK	阅文集团	HKD	37.8	48	0.13	0.19	0.23	36.4	24.7	20.8	6.6	3.7	3.1
TME.N	腾讯音乐	USD	17.5	285	0.08	0.17	0.24	106.9	51.5	36.4	10.3	7.3	5.4
SPOT.N	Spotify	USD	144.0	260	(0.49)	(1.17)	(0.47)				4.3	3.5	2.8
游戏													
ATVI.O	动视暴雪	USD	48.6	371	2.37	1.61	2.04	20.5	30.2	23.8	4.9	5.8	5.2
EA.O	艺电	USD	104.9	314	3.42	3.30	3.38	30.6	31.8	31.0	6.1	6.6	6.2
NTES.O	网易	USD	240.0	315	0.27	0.29	0.34	35.2	32.9	27.9	3.2	2.6	2.2
002624.SZ	完美世界	CNY	34.0	67	0.20	0.24	0.27	25.4	21.4	18.8	5.3	4.6	4.0
03888.HK	金山软件	HKD	17.9	31	0.01	0.03	0.04	351.9	66.6	55.4	3.7	2.6	2.2
00799.HK	IGG	HKD	11.0	18	0.15	0.17	0.20	9.5	8.3	6.9	2.4	2.1	1.8

资料来源：彭博，Wind，广发证券发展研究中心

备注：1、市值时间截至2019年3月21日收盘；2、汇率1元人民币兑1.16港元，1元人民币兑0.15美元；3、以上公司中，腾讯控股、金山软件、阅文集团、IGG盈利预测来自广发证券，其他公司为彭博一致预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至12月31日	2016	2017	2018	2019E	2020E		2016	2017	2018	2019E	2020E
流动资产	149,154	178,446	217,080	189,320	185,703	经营活动现金流	65,518	106,140	106,443	246,758	208,093
货币资金	71,902	105,697	97,814	145,223	129,879	净利润	41,095	71,510	78,719	84,247	108,932
应收及预付	24,270	33,659	46,920	43,023	54,645	折旧摊销	12,646	23,502	34,039	39,149	51,419
存货	263	295	324	346	299	营运资金变动	15,333	30,158	6,924	127,190	51,828
其他流动资产	52,719	38,795	72,022	728	880	其它	(3,556)	(19,030)	(13,239)	(3,828)	(4,085)
非流动资产	246,745	376,226	506,441	680,033	878,278	投资活动现金流	(70,923)	(96,392)	(151,91)	(203,41)	(245,88)
长期股权投资	80,299	144,581	227,790	318,906	430,523	资本支出	(18,754)	(32,004)	(23,941)	(68,000)	(72,467)
固定资产	13,900	23,597	35,091	48,168	60,447	投资变动	(52,169)	(64,388)	(127,97)	(135,41)	(173,41)
在建工程	4,674	3,163	4,879	4,879	4,879	其他	0	0	0	0	0
无形资产	36,467	40,266	56,650	72,425	81,195	筹资活动现金流	31,443	26,598	35,380	4,065	22,446
其他长期资产	111,405	164,619	182,031	235,655	301,234	银行借款	17,779	8,168	30,554	7,332	24,265
资产总计	395,899	554,672	723,521	869,352	1,063,981	股权融资	17,858	15,511	(29,542)	0	0
流动负债	101,197	151,740	202,435	244,504	310,194	其他	(4,194)	2,919	34,368	(3,267)	(1,819)
短期借款	12,278	15,696	26,834	10,709	12,843	现金净增加额	26,038	36,346	(10,090)	47,409	(15,344)
应付及预收	27,413	50,085	73,735	96,981	127,143	期初现金余额	43,438	71,902	105,697	97,814	145,223
其他流动负债	61,506	85,959	101,866	136,814	170,207	外币汇率变动影响净额	2,426	(2,551)	0	0	0
非流动负债	108,455	125,839	164,879	191,170	219,849	期末现金余额	71,902	105,697	97,814	145,223	129,879
长期借款	57,549	82,094	87,437	110,894	133,025						
应付债券	36,204	29,363	51,298	53,863	59,249						
其他非流动负债	14,702	14,382	26,144	26,413	27,575						
负债合计	209,652	277,579	367,314	435,674	530,042						
股本	0	0	0	0	0						
资本公积	37,881	53,392	23,850	23,850	23,850						
留存收益	136,743	202,682	299,660	375,483	473,521						
归属母公司股东权	174,624	256,074	323,510	399,333	497,371						
少数股东权益	11,623	21,019	32,697	34,346	36,568						
负债和股东权益	395,899	554,672	723,521	869,352	1,063,981						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币						至12月31日					
至12月31日	2016	2017	2018	2019E	2020E		2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	151,938	237,760	312,694	404,332	517,640	成长能力(%)					
营业成本	67,439	120,835	170,574	230,908	299,161	营业收入增长	48%	56%	32%	29%	28%
销售费用	12,136	17,652	24,233	29,134	37,323	营业利润增长	38%	61%	8%	7%	29%
管理费用	22,459	33,051	41,522	50,858	59,874	归属母公司净利润增长	41%	43%	19%	19%	23%
其他收益	6,213	24,080	21,283	10,900	13,100	获利能力(%)					
财务费用	1,955	2,908	4,669	4,828	5,723	毛利率	56%	49%	45%	43%	42%
利润总额	51,640	88,215	94,466	101,205	130,960	净利率	27%	30%	27%	27%	30%
所得税	10,193	15,744	14,482	15,309	19,806	ROE	24%	28%	25%	24%	28%
净利润	41,447	72,471	79,984	85,896	111,154	ROIC	17%	20%	18%	16%	17%
少数股东损益	352	961	1,265	1,649	2,222	偿债能力					
归属母公司净利润	41,095	71,510	78,719	84,247	108,932	资产负债率(%)	53.0%	50.0%	50.8%	50.1%	49.8%
EBITDA	62,550	89,724	110,404	132,581	172,701	净负债比率	17.6%	17.6%	15.8%	14.0%	13.7%
EPS (元)	4.32	7.51	8.27	8.85	11.44	流动比率	1.5	1.2	1.1	0.8	0.6
NonGAAP 净利润	45,420	65,126	77,469	91,947	112,932	速动比率	1.5	1.2	1.1	0.8	0.6
NonGAAP EPS(元)	4.77	6.84	8.14	9.66	11.86	营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	17.7	17.8	13.9	14.6	16.6
						存货周转率	1.0	2.0	3.0	1.0	2.0
						每股指标(元)					
						每股收益(经调整)	4.77	6.84	8.14	9.66	11.86
						每股经营现金流	6.88	11.15	11.18	25.92	21.86
						每股净资产	18.34	26.90	33.98	41.95	52.24
						估值比率					
						P/E	64.8	45.2	38.0	32.0	26.1
						P/B	16.9	11.5	9.1	7.4	5.9
						EV/EBITDA	79.0	55.1	44.8	37.3	28.6

广发海外研究小组

欧亚菲：	海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014 年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015 年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
廖 凌：	海外策略首席分析师，2016 年新财富策略研究领域第 4 名，2017 年新财富策略研究领域入围。6 年策略及中小市值研究经验。
韩 玲：	海外公用事业和新能源首席分析师，获 2010-2014 年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获 2015-2017 年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
胡翔宇：	博彩旅游行业首席分析师，2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018 年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
杨琳琳：	海外互联网行业首席分析师，2012-2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名（团队）、第 4 名（团队）、第 2 名（团队）。
武 煜：	广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017 年 Asia Money 评选，获得 H 股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
邓崇静：	海外汽车行业高级分析师，2017 年《亚洲货币》(Asiamoney) 香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》(Asiamoney) 中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
王 雯：	分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
刘 峤：	海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016 年进入广发证券发展研究中心。
张晓飞：	海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016 年进入广发证券发展研究中心。
陈佳妮：	海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
罗 捷：	海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。