

腾讯 (700.HK)

腾讯=社交+游戏+金融+全球科技基金-4Q17分析

金融及云业务的快速增长，推动收入和利润分别同比增长 51.4%和 41.5%，受手游季度下滑，收入不及市场预期 3.1%，但利润高于市场预期 3.4%。4Q17 季度总收入为 RMB663.9 亿，同比增长 51.4%，环比增长 1.8%，低于市场预期 3.1%；分业务线来看，金融及云业务同比增长 120.6%，占整体收入 21.2%，已经成为腾讯重要的增长引擎；广告、社交和游戏业务分别同比增长 49.1%、45.3%和 31.9%。FY17 年全年营收同比增长 56.5%至 RMB2,377.6 亿，收入增速是近 2011 年以来最快的一年（剔除电商的影响后）。经调整后运营利润 4Q17 为 RMB166.6 亿，同比增长 36%，环比下滑 6.4%，运营利润率为 25.1%，同比下滑 2.8 个百分点，环比下滑 2.2 个百分点。经调整净利润（non-GAAP）4Q17 为 174.5 亿元，同比增长 41.5%，环比增长 2.2%，超市场预期 3.4%；FY17 经调整后净利润同比增长 43.4%至 RMB651.3 亿。

小程序享受社交红利，1.7 亿 DAU 为生态赋能，开辟流量变现点。小程序自 17 年 1 月正式上线后，在 17 年 9 月进入快速迭代创新期，对于电商交易以及游戏的支持越来越完善。截止 17 年末，小程序 DAU 达到 1.7 亿，有超过 58 万应用，零售、电商、本地生活、市政服务和小游戏是用户最常用的五个主要场景。在未来的商业化变现方面，我们认为小程序除了游戏发行的分成，小程序的广告价值也逐步凸显，支付和云服务作为底层设施也将持续收益，电商及本地生活的交易额分成也将是潜在的变现途径。

金融业务作为中长期增长点，围绕 8 亿微信支付用户，不断丰富金融应用场景，消费信贷、财富管理、互联网保险、信用评级和互联网证券等新次落地开花。腾讯以“连接”为切入点，从消费信贷（微粒贷）、财富管理（理财通）、互联网保险（微保）、互联网证券（自选股、微证券）和信用授权（信用+），弥补了传统金融机构在小微客户的覆盖不足，借几乎零成本的渠道优势，汇聚长尾成为全场景服务商。截止 17 年 12 月，财付通+微信支付绑卡用户突破 8 亿，线下支付月交易笔数同比增长 100%，微粒贷余额超过 1,000 亿元，截止 18 年 1 月，理财通管理规模超过 3,000 亿元。从变现潜力看，我们认为消费信贷将是首个贡献百亿盈利的场景，互联网保险和财富管理也将成为十亿量级的业务场景。

自研大作《QQ 飞车手游》有望接力《王者荣耀》，春节攻势扭转 4 季度疲势，丰富产品线预留增长空间。游戏业务出现阶段性的放缓，手游出现首次环比下滑 7.1%，导致递延收入占游戏收入持续下滑至 43%（3Q17 为 47.7%，2Q17 为 51.6%）。12 月上线的《QQ 飞车手游》DAU 超过 2,000 万，收入贡献不小；《王者荣耀》春节效应推动月度流水回暖，在东南亚区域发展态势良好，已经积累起 1,000 万 DAU。PUBG 类手游凭借精品自研和流量优势，后来居上。投资先行，买下全球游戏工作室，储备丰富产品线。

腾讯投资作为“全球科技基金”，拓宽业务护城河，也持续贡献投资收益。腾讯在全球范围内的战略投资和前瞻性布局进一步夯实了其“泛娱乐”的领先优势，扩展“连接”的范畴与触角，形成以技术创新和资本配置并行的发展路径。展望 2018，腾讯将采取更进取的投资策略，以增强在网络视频、支付服务、云服务及人工智能技术与智慧零售等领域的长期竞争优势。

估值：按单个最大用户计算：FB 单用户估值\$231.4vs. 腾讯\$566.5；产品矩阵比较（不剔重）：FB 单用户估值\$86.7vs. 腾讯\$239.9；两种比较法下，腾讯单用户估值比 FB 分别高出 144.8%和 176.7%，溢价背后是腾讯在泛娱乐领域的货币化能力、商业化应用场景渗透、金融支付和云业务领域的攻城拔寨，要比 FB 单一广告变现更胜一筹。我们预计腾讯 2018 年归母净利润同比增长 32%至 859.7 亿元，对应 18 年 EPS 9 人民币，目标价 458 港币，对应 2018 年 PE41x。虽然我们认为短期涨幅过高存在一定压力，但我们看好长期在小程序、金融及云领域的业务能力，金融支付的 8 亿绑卡用户，支付和云业务为主的其他业务同比增长 121%的迅猛态势也将给腾讯估值带来更多的溢价，维持买入评级。

风险提示：活跃用户增速放缓；并购整合低于预期；内容监管风险。

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

王晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100009
wangchen1@tfzq.com

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信号

相关报告

- 1 《腾讯 3Q17 分析：从腾讯帝国、腾讯联邦，到腾讯生态+，大象舞步更为轻盈；收入矩阵短期看游戏、社交付费，广告承接中期过渡，金融、云和 AI 构建长期增长点》2017 年 11 月 16 日
- 2 《腾讯 2Q17 分析：腾讯大象继续跳舞，《王者荣耀》推动手游份额破 50%；基于金融支付的应用场景加速渗透；云业务铺垫 AI 未来之门》2017 年 8 月 17 日
- 3 《1Q17 业绩点评-新三大入口延展腾讯护城河：《王者荣耀》形成泛娱乐 IP 入口；6 亿金融支付，构建金融衍生入口；小程序叠加 LBS，重构线下流量入口》2017 年 5 月 18 日



内容目录

1. 核心观点	4
1.1. 小程序-中长期增长点：享受 10 亿微信社交流量红利，为生态赋能，开辟流量变现点	4
1.2. 腾讯投资，另一个角度看腾讯，“全球科技基金”构筑护城河	8
1.3. 腾讯金融-中长期增长点：围绕 8 亿微信支付用户，不断丰富金融应用场景，消费信贷、财富管理、互联网保险、信用评级和互联网证券等渐次落地开花，业绩体现逐步凸显	11
1.4. 游戏：自研大作《QQ 飞车手游》有望接力《王者荣耀》，春节攻势扭转 4 季度疲势，丰富产品线预留增长空间	16
1.4.1. 游戏业务出现阶段性的放缓，但新产品线仍有望铺平增长	16
1.4.2. PUBG 类手游借助自研发力与流量优势，后来居上	18
1.4.3. 《王者荣耀》春节期间王者归来；《QQ 飞车手游》上线后潜力凸显	20
1.4.4. 投资先行，买遍全球优秀游戏工作室，为未来储备丰富产品线	23
1.5. 广告业务-中期发展的支撑：腾讯视频在视频领域持续发力，巩固第一视频平台的地位，预计 18 年仍会加大投入	26
2. 财务数据分析	27
3. 运营与产品数据	29
4. 估值	30

图表目录

图 1：微信小程序更新内容（2017 年 1 月-2018 年 3 月）	4
图 2：微信小程序功能定位	4
图 3：2018 年 1-2 月微信小程序 Top100 小程序领域结构	5
图 4：微信小程序平均留存率（2017 年 5 月 vs. 2017 年 11 月）	5
图 5：微信小程序变现模式探索	6
图 6：智慧零售对于参与者的商业赋能	7
图 7：腾讯对外投资案例数量（2005A-2017A）	8
图 8：腾讯对外投资案例投资总规模（2005A-2017A）	9
图 9：腾讯对外投资领域分布（2005A-2017A）	9
图 10：腾讯对外投资国家及地区分布（2005A-2017A）	10
图 11：全场景延伸的潜在金融帝国-腾讯	11
图 12：腾讯金融支付的价值评估（Paypal vs. 支付宝 vs. 微信支付+财付通 vs. VISA）	12
图 13：腾讯保险平台-微保 WESURE	12
图 14：腾讯支付用户增长（4Q14A-4Q17A）	13
图 15：金融支付的交易金额及市场份额对比：支付宝 vs. 微信支付（2012-2016）	14
图 16：拼多多依托于微信社交圈和微信支付实现迅速增长（16 年 11 月-17 年 12 月）	15
图 17：腾讯递延收入占当期游戏收入比重（2011A-2017A）	16
图 18：腾讯+网易 PC 端游戏市场份额（2008A-2017A）	17
图 19：腾讯+网易移动端游戏市场份额（1Q15A-4Q17A）	17

图 20:《绝地求生:刺激战场》中国区苹果 iOS 下载榜	18
图 21:《绝地求生:全军出击》中国区苹果 iOS 下载榜	18
图 22:2018 年 2 月 9 日-21 日 PUBG 类手游 DAU 规模比较	19
图 23:《绝地求生:刺激战场》游戏截屏	19
图 24:《绝地求生:全军出击》游戏截屏	20
图 25:《王者荣耀》在春节期间 DAU 增长明显	20
图 26:《王者荣耀》马可波罗皮肤全服预定超过 4,000 万	21
图 27:《QQ 飞车》中国苹果 iOS 商城下载排名	21
图 28:《QQ 飞车》中国苹果 iOS 商城畅销排名	22
图 29:腾讯未来游戏 Pipeline	23
图 30:腾讯游戏领域对外投资(部分)	24
图 31:Epic《堡垒之夜》手游版苹果 iOS 全球畅销排名	25
图 32:中国主要视频平台付费会员数的对比:腾讯视频 vs. 爱奇艺(2015-2017, FY18M2)	26
图 33:4Q17 腾讯视频与爱奇艺收入结构对比	26
图 34:腾讯各个业务板块的毛利率变化情况(1Q13A-4Q17A)	28
图 35:腾讯业绩与一致预期比较表	29
图 36:全球社交应用按用户规模排名(4Q17)	30
图 37:全球社交应用 P/S 估值对比	31
图 38:全球社交应用货币化能力比较-4Q17	31
图 39:全球社交应用单用户估值比较-4Q17	32
图 40:腾讯 Forward PE Band	32
图 41:全球社交类公司估值对比表	33

1. 核心观点

1.1. 小程序-中长期增长点：享受 10 亿微信社交流量红利，为生态赋能，新辟流量变现点

小程序上线超过一年，产品形态一直加速裂变。微信小程序最初于 2016 年 9 月小范围内测，直至 2017 年 1 月正式上线，并于 3 月向个人开发者开放。此后，微信小程序在内嵌功能上不断加速优化。在流量吸引方面，加入 LBS 功能、星标功能、小程序跳转、与公众号关联等功能；在开发者合作方面，加入后台运维中心，信息状态面板等功能；在用户体验优化方面，加入相机组建、优化音频等丰富小程序所内容承载丰富性。

图 1：微信小程序更新内容（2017 年 1 月-2018 年 3 月）



资料来源：阿拉丁指数，天风证券研究所

图 2：微信小程序功能定位

Mini Programs

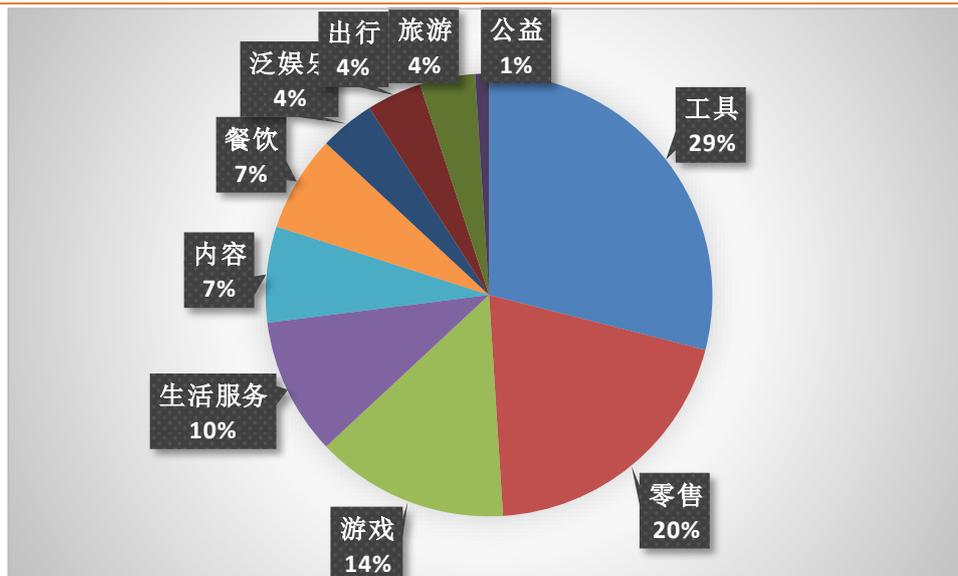


- Expanding user base quickly:
 - Over 170m DAU
 - 580,000 Mini Programs available as of Jan 2018
- Increased user engagement via:
 - Recently used Mini Programs on top of Weixin chat interface
 - Mini Games
 - Offline Mini Program QR Codes
- Expanding use cases:
 - Retail, eCommerce, lifestyle services, municipal services, Mini Games
- Complementary to apps:
 - A light feature integrated into Weixin interface, which facilitates discovery of the standalone apps and later download
 - Well-suited for offline-online integration, a subset of the most used app functions, and low-frequency services

资料来源：公司公告，天风证券研究所

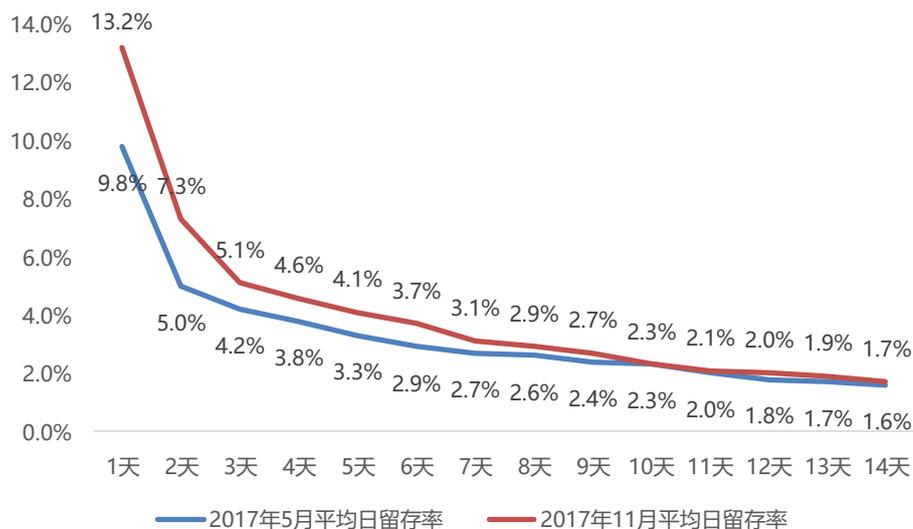
微信小程序产品类型逐渐丰富，新增游戏品类对用户吸引力明显增加，体现在活跃用户与留存率双重提升。微信小程序在 12 月上线以跳一跳、星途、欢乐斗地主等多款小程序游戏，既丰富了小程序品类，也降低小程序对于用户的门槛，减少用户对小程序的“陌生”对用户流量阻碍。根据腾讯 2017 四季度披露，微信小程序日活跃账户已经超过 1.7 亿，即使背靠微信流量，一年内达到 1.7 亿日活跃账户依然较为不易。特别是，在实现用户流量提升基础上，用户留存率有较为明显的提升。根据阿拉丁指数，微信小程序次日留存率从 2017 年 5 月份的 9.8% 增加至 13.2%，7 日留存率从 2.7% 增加至 3.1%，14 日留存率从 1.6% 增加至 1.7%，预计小程序小游戏的上线对于留存率的提升又进一步推进作用。

图 3：2018 年 1-2 月微信小程序 Top100 小程序领域结构



资料来源：阿拉丁指数，天风证券研究所

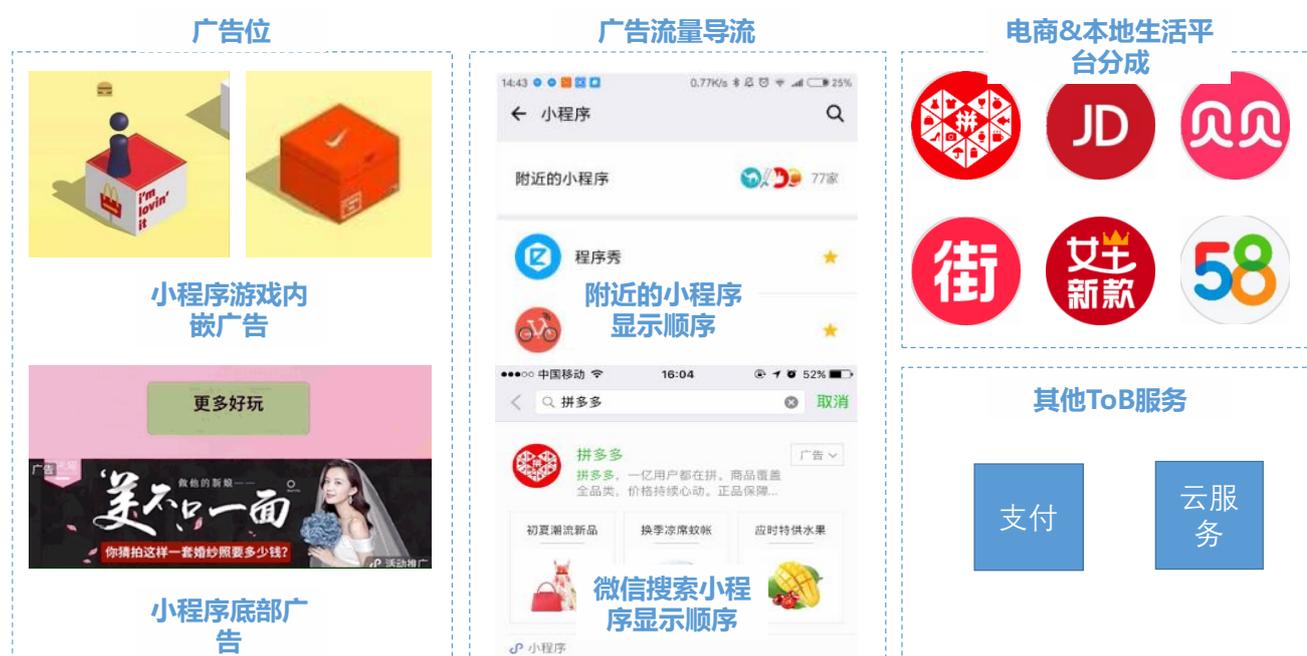
图 4：微信小程序平均留存率（2017 年 5 月 vs. 2017 年 11 月）



资料来源：阿拉丁指数，天风证券研究所

小程序对于腾讯的收入贡献初见苗头，小程序游戏的内置广告已开启测试。微信出于对用户体验的维护角度，对于微信的商业化较为克制，但小程序的存在成为既能够最小化对用户体验的破坏，同时也能最大化利用微信流量的产品形态。用户进入小程序已经与微信分离，对于产品内产品的体验对于微信本身的直接影响较小，结合微信巨大流量是较为理想的广告载体。具体来看，小程序对于底部广告已经开始尝试，并对于小程序游戏开放广告位，根据腾讯跳一跳招商策略及项目执行流程，跳一跳广告位一天高达 500 万元；除了直接的广告位之外，对于微信小程序的变现在 LBS 附近小程序的推荐顺序和微信搜索关键字广告是第二种广告形式。再进一步，微信小程序为众多小程序电商提供高流量平台，参照淘宝模式，作为电商平台，未来小程序可以向 B 端收取部分佣金，并且对于额外提供的支付服务收取服务费用。微信云服务为小程序提供更多支持性服务，成为未来潜在付费点之一。

图 5：微信小程序变现模式探索

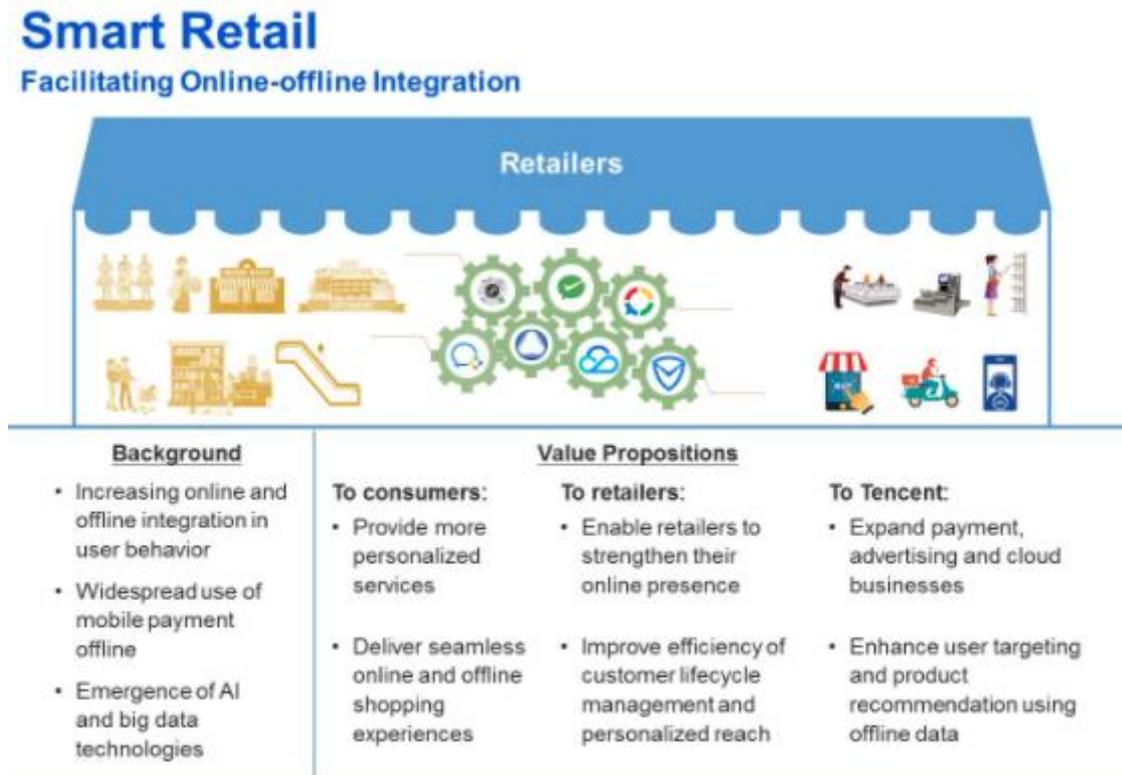


资料来源：微信截屏，阿拉丁指数，搜狐新闻，天风证券研究所

小程序 1.7 亿日活跃与 58 万小程序背后是小程序本身对于商业赋能的特性使然，微信内嵌简易功能作为线上与线下整合（改变过去下载 APP、绑卡等多种繁琐步骤，扫码即可进入小程序消费与支付），成为智慧零售的入口。智慧零售迎合线上与线下整合趋势，利用移动支付便利性，为消费者、商家和腾讯创造新的价值。对于消费者来说，线上与线下无缝衔接，优化个性化体验；对于商家，利用人工智能与大数据对消费者进行精准定位，强化全生命周期变现；对于腾讯，通过提供支付服务、云服务、广告等多种 toB 服务获得相应的收入。

小程序可以成为重度应用的轻量化解决方案，对于内容繁多、复杂且较为重度的 APP 来说，如果结合微信流量提供简便的部分功能轻量化解决方案可以达到提高效率与提高用户满意的目的；尤其针对于低频服务，微信流量结合小程序既能够提高曝光度已能够解决为低频服务维持 APP 的高成本。

图 6：智慧零售对于参与者的商业赋能



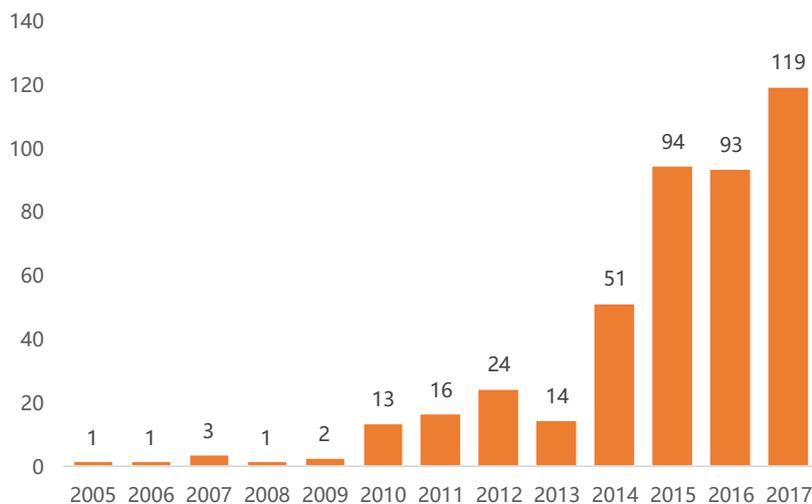
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 腾讯投资，另一个角度看腾讯，“全球科技基金”构筑护城河

腾讯不只是一个产品型公司，同时也是一个投资平台。丰富的投资案例，一方面体现对内流量变现的积极探索，另一方面体现对外国际化的尝试。腾讯作为中国最大的社交平台和最大游戏研发及运营公司外，其在全球范围内的战略投资和前瞻性布局进一步夯实了腾讯在“泛娱乐”领域的全球领先优势，极大扩展了“连接”的范畴与触角，形成了以技术创新和资本配置并行的发展路径。腾讯对外投资始于 2005 年，起初以游戏领域 CP 作为主要方向，2010 年后逐步拓展至其他广义互联网领域。2012 年后随着“连接”战略的提出与落地，腾讯对外投资的广度（涉足领域）、深度（投资规模）和频度都在持续加快，已经成为中国乃至全球重要的新兴科技投资力量。根据 2017 年四季度公司公告，**腾讯将采取更进取的投资策略，以增强在网络视频、支付服务、云服务及人工智能技术与智慧零售等领域的长期竞争优势，从而实现在社交领域生态系统的互动、游戏创新内容的吸取并提高用户面、投资更多长、短视频数字内容进一步提高内容竞争力，通过投资并购进一步加强公司护城河。**

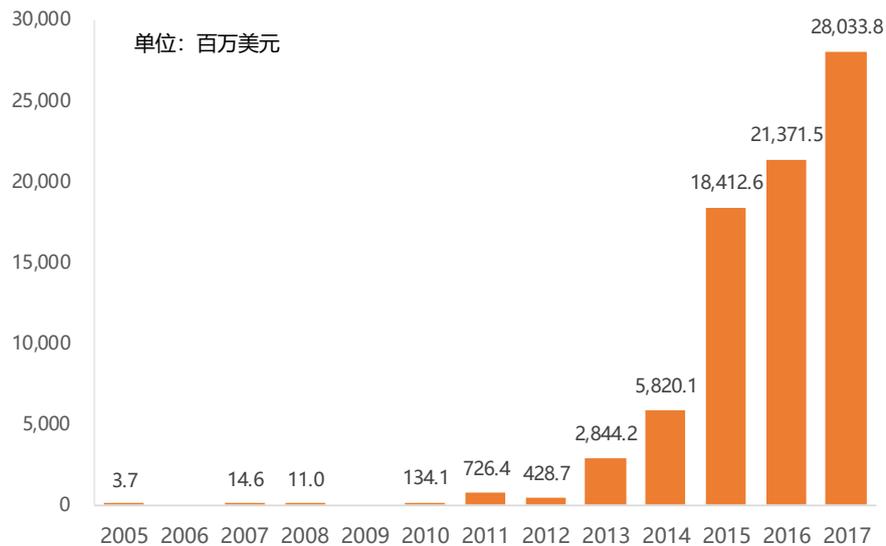
参考 Bloomberg、CrunchBase 和投中的不完全统计，截止至 2018 年 2 月，腾讯累计对外投资次数 445 起，所参与投资规模达到 862.2 亿美元。从投资数量上来看，腾讯自 2014 年起投资数量出现明显增长，并在 2015 年以后保持每年 100 起左右的规模；从投资规模上看，2013 年起规模呈翻倍式增长，在 2015、2016 年达到 200 亿美元左右，2017 年再次突破至 280 亿美元。

图 7：腾讯对外投资案例数量（2005A-2017A）



资料来源：Bloomberg，Crunchbase，投中网，天风证券研究所

图 8：腾讯对外投资案例投资总规模（2005A-2017A）



资料来源：Bloomberg，Crunchbase，投中网，天风证券研究所

投资领域上腾讯围绕“消费互联网”核心领域进行拓展，形成了多领域多层次的投资规模。投资次数上广泛涉足游戏、内容等大文娱行业，代表案例包括 Supercell（策略游戏《部落冲突 Clash of Clans》、《皇家战争 Clash Royale》制作公司）、Riot（全球知名 MOBA 游戏《英雄联盟》制作公司）、快手（现象级短视频公司）等。投资规模上近期重要投资集中在交通出行、O2O、新零售等新兴领域。新零售方面，腾讯预计未来中国经济腾讯的主要来源为消费和消费的升级，这一过程中互联网将深度参与零售业态的演变、新品牌的产生以及消费者行为探索等诸多方面。为此，腾讯通过入股等方式参与到万达、海澜之家、永辉超市等实体商业龙头，预计将为产业带来深刻变革。

图 9：腾讯对外投资领域分布（2005A-2017A）

行业	初次投资时间	投资笔数	投资总规模 (bn USD)	代表案例
游戏	2005年	83	13.0	Supercell、动视暴雪、Riot、西山居
O2O	2010年	33	13.3	美团点评、同程旅游、链家
电商	2010年	32	5.8	京东、唯品会、每日优鲜
社交	2010年	31	0.3	Snapchat、快手、Hike、Kakao
内容/媒体	2011年	85	3.1	斗鱼、虎牙、微影时代
金融	2011年	27	9.2	中金公司、易鑫集团、富途证券
企业服务	2012年	28	0.4	
交通出行	2013年	36	26.9	Uber、滴滴、Tesla、Ola、摩拜单车
智能硬件	2013年	29	1.2	微鲸科技、Essential Products
医疗	2014年	36	2.6	Grail、微医集团、好大夫
教育	2014年	19	0.5	VIPKID、猿辅导、新东方在线
新零售	2015年	5	10.0	万达、海澜之家、永辉超市
人工智能	2017年	1	0.0	ObEN

资料来源：Bloomberg，Crunchbase，投中网，天风证券研究所

腾讯投资以“中国-美国”为轴，向韩国和印度积极投资，比如韩国围绕游戏产品为主，印度则围绕细分领域龙头进行布局。

图 10：腾讯对外投资国家及地区分布（2005A-2017A）

行业	初次投资时间	投资笔数	投资总规模 (bn USD)	代表案例
中国	2005年	345	55.6	万达商业、快手、滴滴出行、美团点评
韩国	2006年	13	0.8	Kakao、Netmarble、YG娱乐
美国	2008年	53	17.2	Uber、动视暴雪、特斯拉、Riot
泰国	2010年	2	0.0	Ookbee U、Sanook
新加坡	2012年	1	0.0	Level UP!
日本	2014年	2	0.0	Aiming、天闻角川
印度	2015年	7	4.0	Flipkart、Ola、Hike
加拿大	2015年	2	0.0	WP Technology、Kik
芬兰	2016年	1	8.6	Supercell
瑞典	2016年	1	0.0	Paradox Interactive
南非	2016年	1	0.0	M4JAM
英国	2017年	3	0.0	Frontier、Milky Tea、Aviva
澳大利亚	2017年	1	0.0	Airwallex
德国	2017年	1	0.1	Lilium GmbH
塞浦路斯	2017年	1	0.0	Whipper
印度尼西亚	2017年	1	0.1	Go-Jek

资料来源：Bloomberg，Crunchbase，投中网，天风证券研究所

1.3. 腾讯金融-中长期增长点：围绕 8 亿微信支付用户，不断丰富金融应用场景，消费信贷、财富管理、互联网保险、信用评级和互联网证券等渐次落地开花，业绩体现逐步凸显

基于 QQ 和微信两个中国最大的用户平台，腾讯以 8 亿支付用户为起点，构建起全场景延伸的金融帝国。以“连接”为切入点，从消费信贷（微粒贷）、财富管理（理财通）、互联网保险（微保）、互联网证券（自选股、微证券）和信用授权（信用+），腾讯有效触达了传统金融机构在小微客户覆盖的不足，通过几乎零成本的渠道优势，汇聚长尾需求成为中国金融市场的重要参与者之一。截止 17 年 12 月，线下交易交易笔数同比增长 100%，在 16 年 12 月 6 亿绑卡用户的基础上，17 年新增 2 亿绑卡用户，主要来自年纪较大的用户群体。截止 2018 年 1 月理财通资金保有量超过 3,000 亿，微粒贷贷款余额超过 1,000 亿元，仍然保持较低的不良贷款率。

图 11：全场景延伸的潜在金融帝国-腾讯



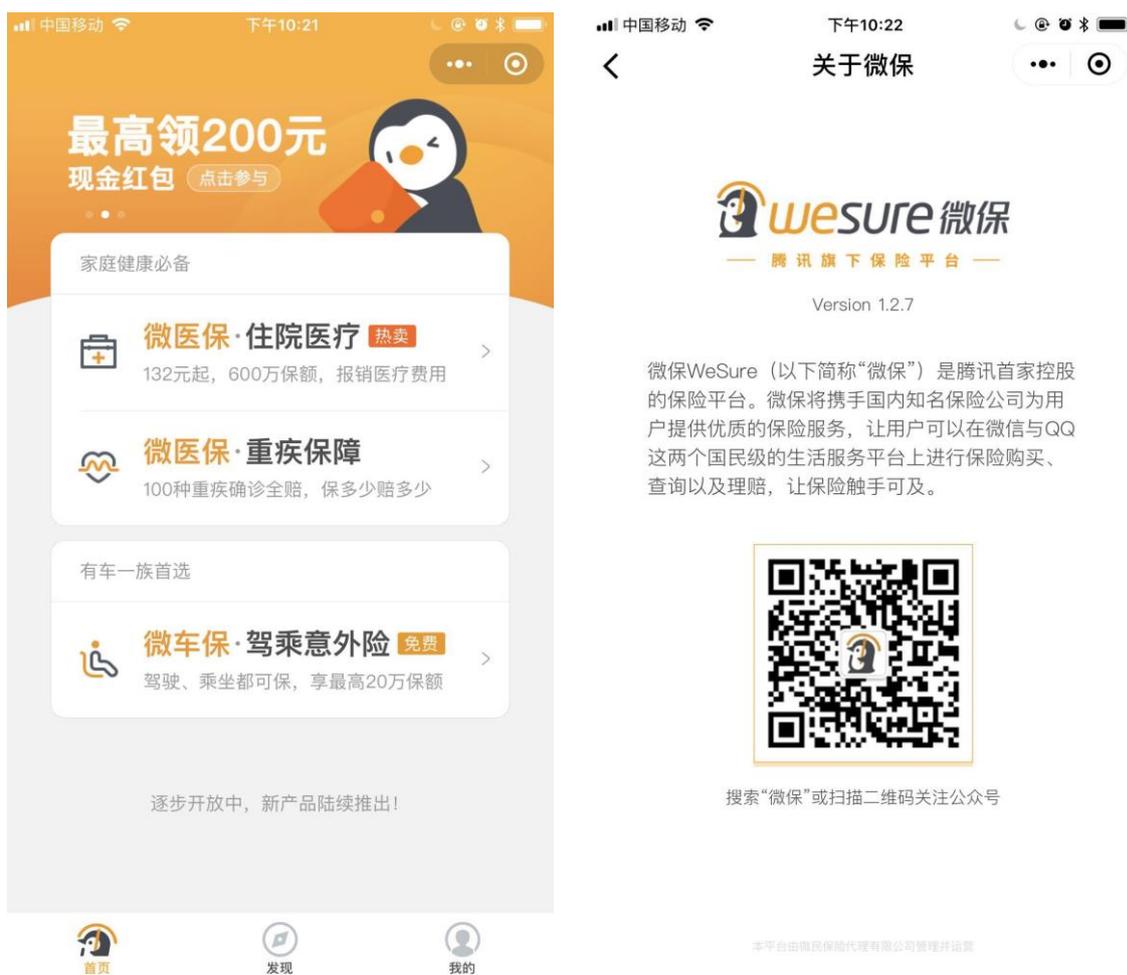
资料来源：公司公告，产品说明及截图，华尔街日报、36氪等媒体报道，天风证券研究所

图 12: 腾讯金融支付的价值评估 (Paypal vs. 支付宝 vs. 微信支付+财付通 vs. VISA)

	PayPal	支付宝 ALIPAY	微信支付 财付通	VISA
活跃用户	•截止2017年6月, 全球拥有2.1亿用户, 同比增长11.7%	•截止17年9月, 支付宝用户规模在5.2亿左右	•截止17年9月, 拥有8亿活跃用户, 占微信用户81.6%	截止2016年末, 全球拥有31.44亿用户, 其中信用卡10.6亿张, 借记卡20.8亿张
交易频次	•公司财报显示, 平均每个账户交易32.3次/年, 折合 2.7次/月	•参照媒体报道, 平均每个账户交易 10次/月	•财报披露折算, 平均每个账户交易 30次/月 ; •截止17年12月, 线下交易月交易笔数同比增长100%	财报披露测算, 平均每个账户交易4.3次/月, 其中信用卡4.5次/月, 借记卡4.2次/月
交易费率	•截止2Q17, 平均交易费率为2.6%	•~0.5%-0.6%	•~0.5%-0.6%	财报披露测算, 平均总体交易每笔平均\$44.2, 其中信用卡\$54.3, 借记卡\$38.7
估值	•截止17年8月18日, 估值720亿美元, 折合 USD342.9 per user	•按照上轮估值750亿美元, 按推断的用户规模, 折合 USD150 per user	•考虑场景的渗透, 合理估值在 USD150-180 per user , 对应微信支付+财付通估值在 \$1,200亿-1,440亿美元	截止17年5月17日, 市值2,116亿美元, 折合 USD67.3 per user (平均单用户收入\$1.42 per User)
接入商户数	•截止2Q17, 全球接入商户1,700万	17年无现金日 接入门店数量约千万	17年无现金日, 有100万商户参与活动 (商户渗透率超过15%, 参照银联16年631万商户)	•截止2Q16, 全球接入商户超过4,400万

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

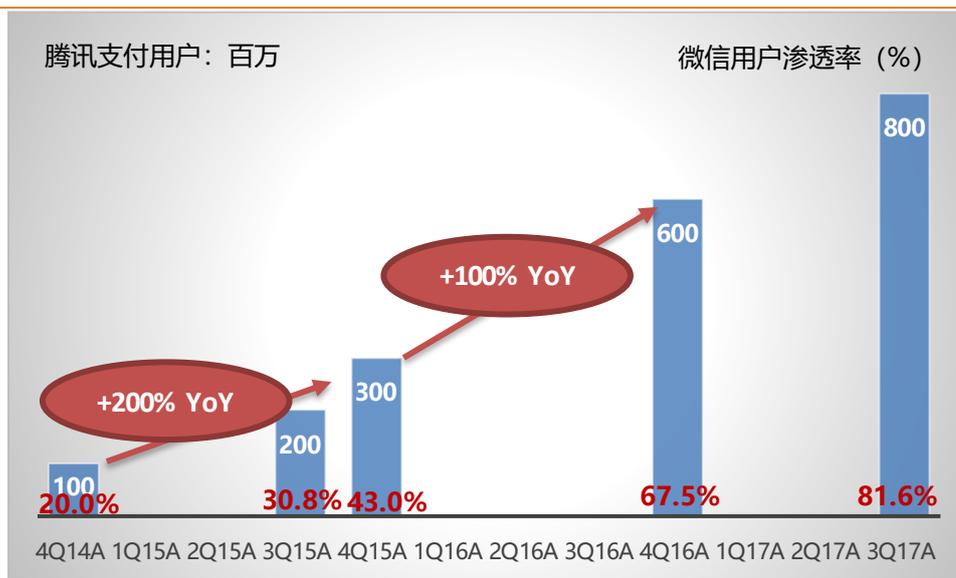
图 13: 腾讯保险平台-微保 WESURE



资料来源: 产品截图, 天风证券研究所

腾讯在金融支付领域近三年的努力，延伸了“非线上电商用户”之外的支付用户，拓展了中老年用户群。截止 17 年 12 月，腾讯的财付通+微信支付的绑卡用户数突破 8 亿，线下支付月交易笔数同比增长 100%，在微信用户的渗透率达到 81.6%。出色成绩的背后是腾讯充分借助当前中国最大的信社交载体-微信，结合了红包的病毒式传播、以及“连接”战略下 O2O 支付（如出租车预定、便利店、餐厅及超市）的贡献（截止 2017 年 9 月，支付宝实名绑卡用户达到 5.2 亿）。

图 14：腾讯支付用户增长（4Q14A-4Q17A）

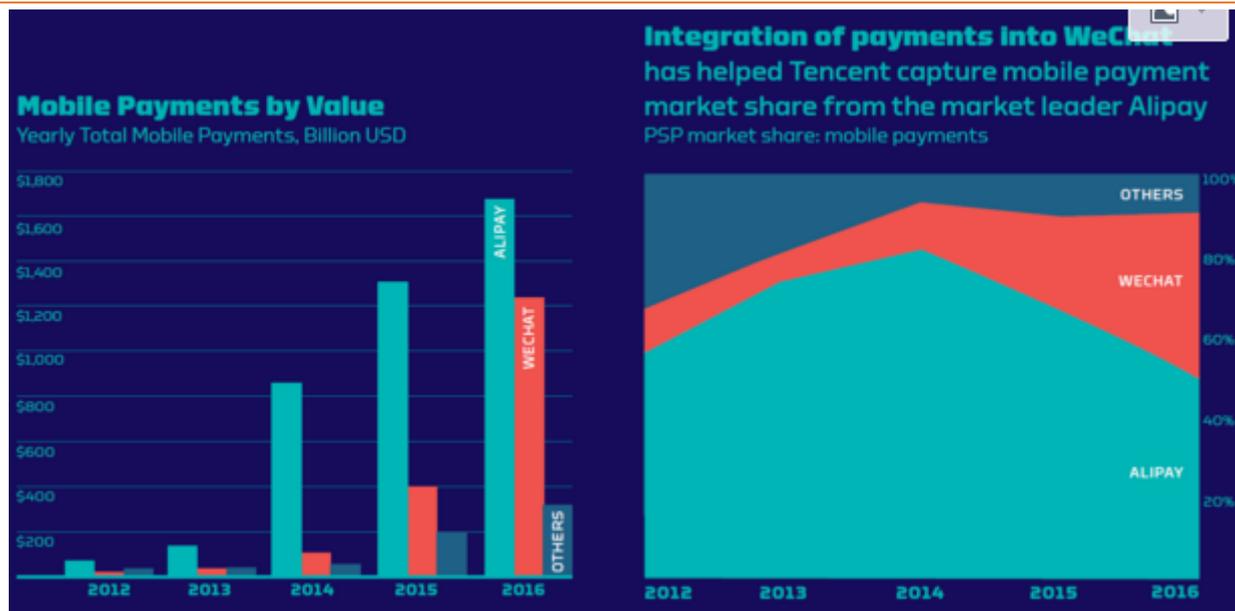


资料来源：公司公告，腾讯合作伙伴大会，天风证券研究所

在过去几年，移动支付的迅速发展，已经对现金支付形成了重要的替代，参照 Kapronasia Analysis、Euromonitor 和世界银行的数据，从 12 年-16 年的 5 年期间：

- 支付宝移动支付交易额从不足 RMB5,000 亿增长至 RMB11.5 万亿，4 年实现 23 倍的增长；
- 微信支付交易额从不足 RMB1,000 亿增长至 RMB8.5 万亿，4 年实现 85 倍的增长。
- 从交易金额来看，2016 年微信支付的交易额已经占支付宝的 73.9%，增长态势非常迅猛。

图 15：金融支付的交易金额及市场份额对比：支付宝 vs. 微信支付（2012-2016）



资料来源：Kapronasia Analysis, Euromonitor, 国家发改委, 世界银行, 天风证券研究所

从金融业务的变现潜力角度，消费信贷将会是首个贡献百亿规模以上盈利的场景，互联网保险和财富管理也将成为十亿量级的业务场景。

腾讯-消费信贷场景的利润空间估算：

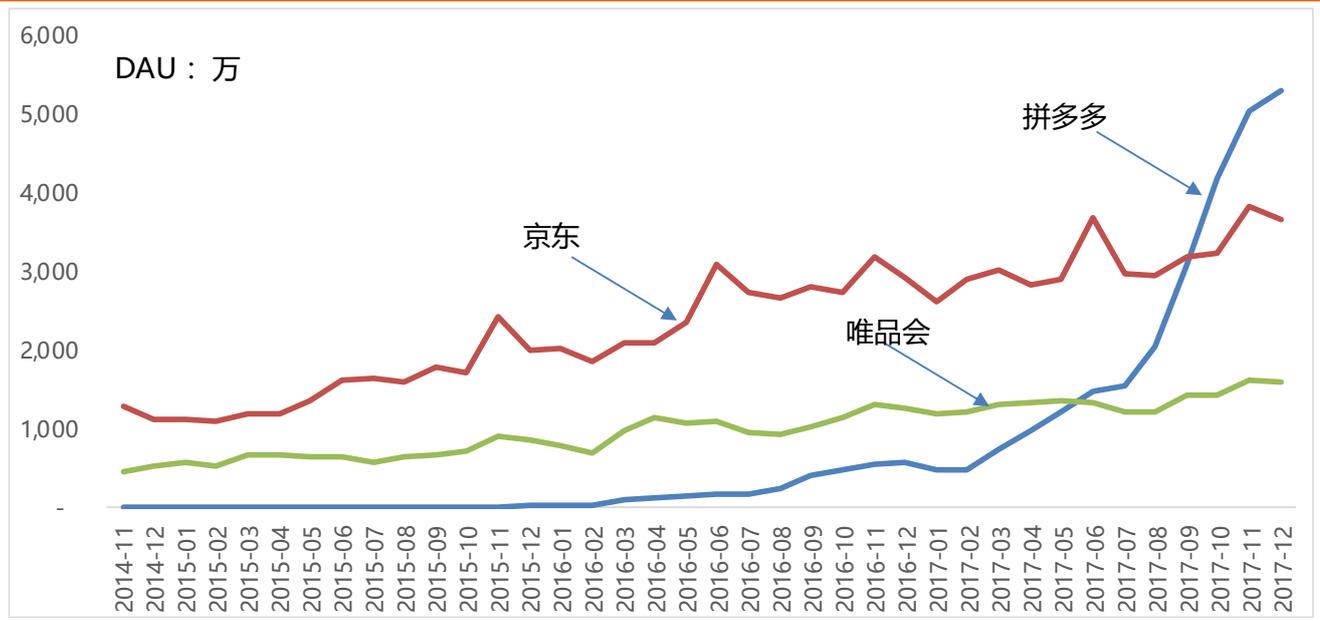
- 根据央行的数据显示，截止 17 年 6 月中国的信用卡贷款余额为 4.69 万亿元，14-17CAGR 为 28.9%；
- 截止 17 年 8 月，腾讯持股 30%的微粒贷业务，在依托微信平台的微粒贷业务贷款余额突破 1,000 亿元，占信用卡贷款余额 2.13%；
- 假设未来信用卡贷款余额以 15%的 CAGR 增长，2021 年将达到 8.2 万亿；我们认为微粒贷凭借便利性将有望切分其中 5%-10%的份额，对应微粒贷贷款余额达到近 4,100 亿元至 8,200 亿元，即使按照 2.5%的净利差保守估算，也有超过上百亿的盈利空间。

腾讯-互联网保险场景的利润空间估算：

- 2016 年中国的财产险保费收入为 9,265.7 亿元，12-16CAGR 为 13.8%，通常保险代理人的保费 take rate 在 5%-8%；
- 假设中国财产险保费收入未来以 8%的 CAGR 增长，达到 1.36 万亿元，按照腾讯切入其中 5%的份额，按 5%的 take rate 假设，也有 30 多亿的净收入。

因为微信支付在中老人群的普及，借助微信的社交关系链和小程序，也间接带动了社交电商的崛起。拼多多借助底价、熟人社交圈的信任背书，以及微信支付的普及作为先决和重要条件，共同推动了流量的迅速增长。根据 Quest Mobile 的数据，拼多多的 DAU 在 17 年 10 月超过了京东；截止 17 年 12 月，拼多多的 DAU 超过了 5,000 万，日均成交量超过了上千万单。从一个侧面说明了微信支付+在场景渗透和扩展方面的巨大潜力。

图 16: 拼多多依托于微信社交圈和微信支付实现迅速增长 (16 年 11 月-17 年 12 月)



资料来源: Quest Mobile, 天风证券研究所

1.4. 游戏：自研大作《QQ 飞车手游》有望接力《王者荣耀》，春节攻势扭转 4 季度疲势，丰富产品线预留增长空间

1.4.1. 游戏业务出现阶段性的放缓，但新产品线仍有望铺平增长

游戏业务 4Q17 实现 243.7 亿元，同比增长 31.9%，环比下滑 9.2%；FY 17 年全年游戏收入同比增长 38.2%至 RMB978.8 亿。截止 2017 年 12 月 31 日的递延收入为 421.3 亿，较上个季度 438.9 亿下滑 4%，占过去四个季度的游戏收入为 43%，已经连续两个季度下滑（3Q17 为 47.7%，2Q17 为 51.6%），但 12 月末上线的《QQ 飞车手游》开年表现良好 DAU 超过 2,000 万，有望给腾讯游戏 18 年带来较为显著的收入增量。

图 17：腾讯递延收入占当期游戏收入比重（2011A-2017A）

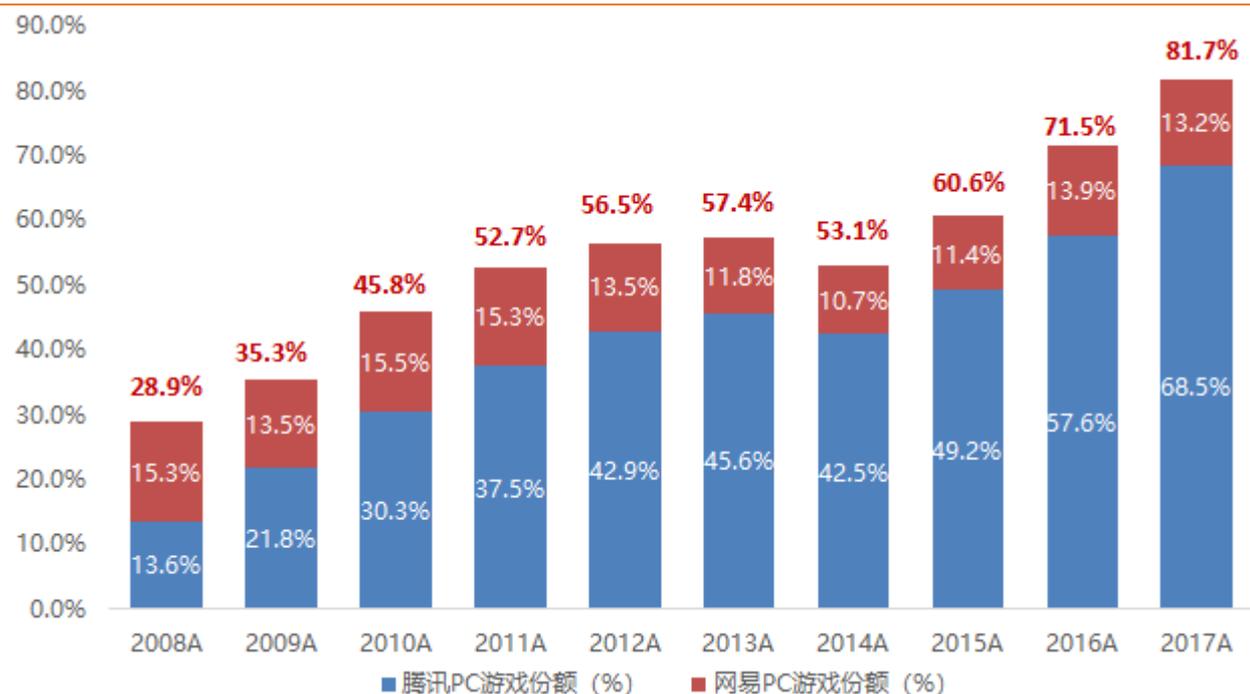


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：腾讯 PC 游戏的平均递延周期为 6-9 个月，类《英雄联盟》MOBA 类游戏为 12-18 月；移动端游戏平均 3-6 月的收入递延周期，类《王者荣耀》MOBA 类游戏平均 9-12 月递延。因为我们在 TTM 计算收入基数时，采用了过去四个季度的累计游戏收入，以更好的反映腾讯收入增长潜力。

4 季度 PC 游戏同比增长 13%至 128 亿元，主要受益于《地下城与勇士》和《英雄联盟》的贡献；季度环比下滑 12.3%，主要受活跃用户向移动端迁移的影响；FY17 年 PC 游戏同比增长 23.2%，在用户向移动端迁移的基础上实现上述成绩实属不易，占中国 PC 游戏的市场份额达到 68.5%，较去年同期提升 10.4 个百分点。公司计划通过电竞的方式来缓解用户迁移的压力，包括推广新游《绝地求生》及《堡垒之夜》（腾讯控股的 Epic 研发，在北美排名 Top1），并挖掘《深海迷航》等创新类型。

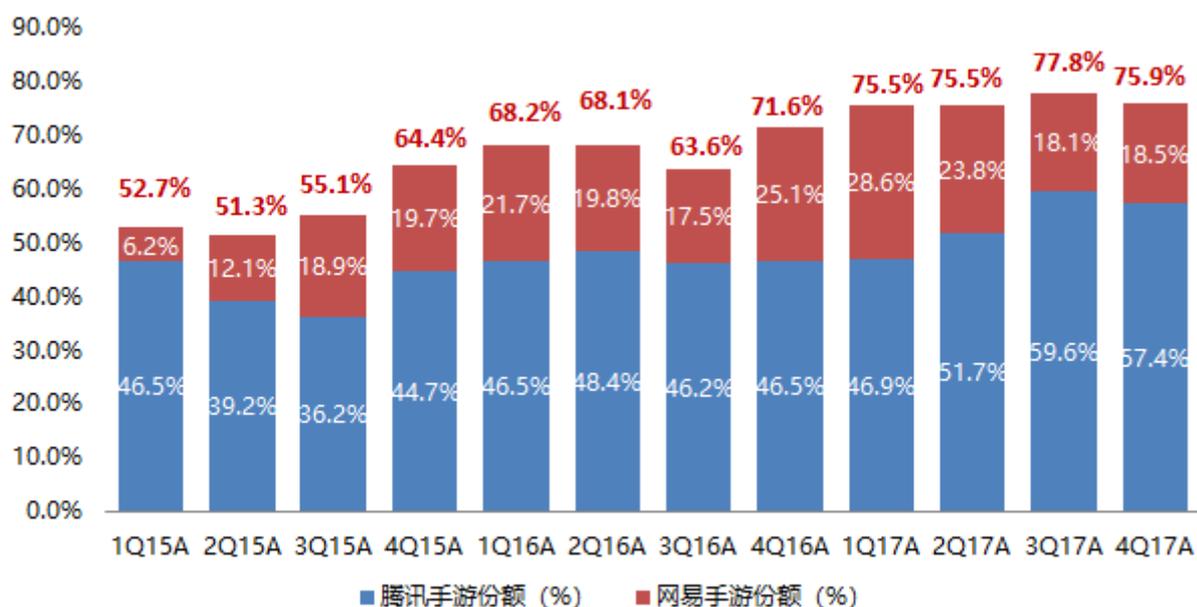
图 18: 腾讯+网易 PC 端游戏市场份额 (2008A-2017A)



资料来源: 公司公告, IDC&GPC& ING, 天风证券研究所

4 季度包括应用宝分发在内的手游同比增长 57.9%至 169 亿, 环比下滑 7.1% (历史上首次环比下滑), 活跃用户保持稳定, 但 ARPU 环比下滑。FY17 手游 (gross base) 同比增长 63.5% 至 628 亿, 占中国手游市场份额为 54.1%, 较去年同期提升 7.2 个百分点。《绝地求生: 全军出击》DAU 表现不俗, 但目前尚未进行任何变现, 在海外市场开拓效果明显; 12 月上线的《QQ 飞车手游》DAU 超过 2,000 万, 收入贡献不小; 《王者荣耀》春节效应推动月度流水回暖, 在东南亚区域发展态势良好, 已经积累起 1,000 万 DAU。

图 19: 腾讯+网易移动端游戏市场份额 (1Q15A-4Q17A)

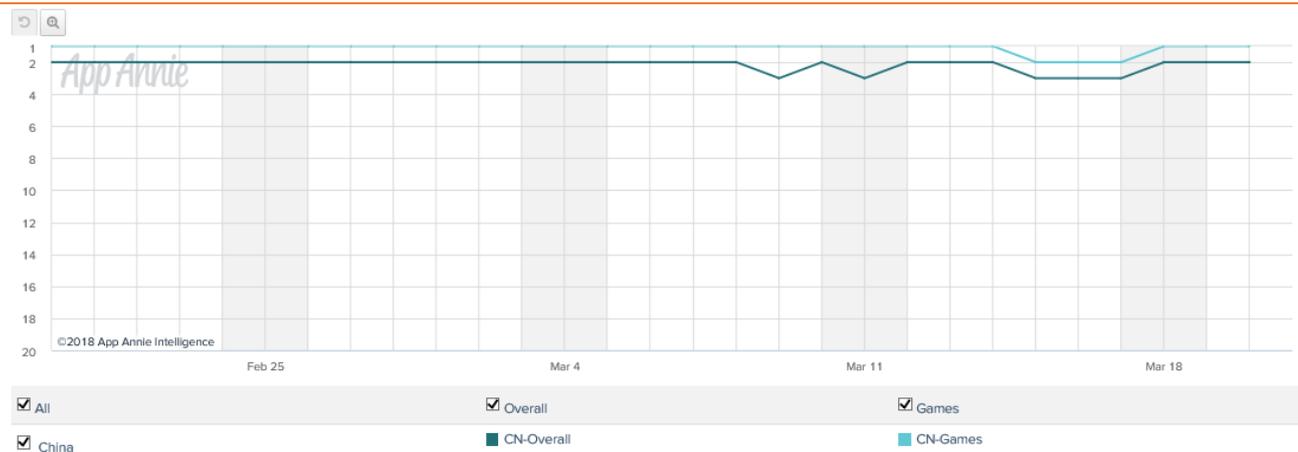


资料来源: 公司公告, IDC&GPC& ING, 天风证券研究所

1.4.2. PUBG 类手游借助自研发力与流量优势，后来居上

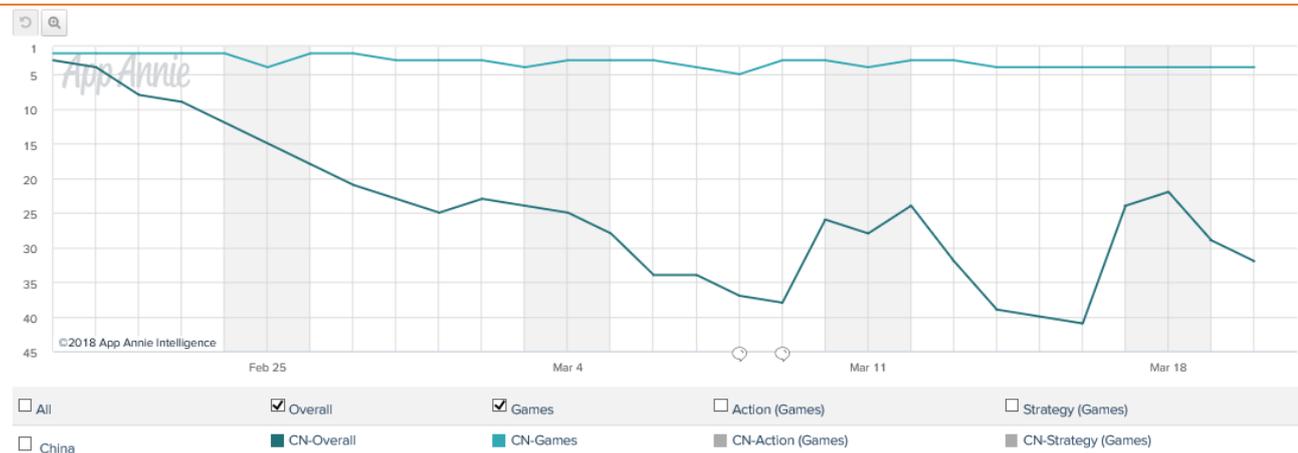
腾讯在 PUBG 类游戏后来居上，充分证明其社交平台的流量优势能避免错失游戏新机会。腾讯在 PUBG 类游戏中一直处于被动追赶的角色，网易凭借两款 PUBG 类手游《荒野行动》和《终结者 2：审判日》领先市场，腾讯前期处于被动，尽管迅速推出《穿越火线：荒岛特训》和《光荣使命》，但优势并不明显。全力研发超过 3 个月的《绝地求生：刺激战场》和《绝地求生：全军出击》两款游戏于 2018 年 2 月 8 日同时上线。通过社交平台的导流，以及游戏直播的传播打破《荒野行动》长达三个月的领先优势，成为该细分品类最受欢迎的游戏，凸显腾讯在手游领域的研发实力与流量优势。

图 20：《绝地求生：刺激战场》中国区苹果 iOS 下载榜



资料来源：AppAnnie（2018 年 3 月 21 日），天风证券研究所

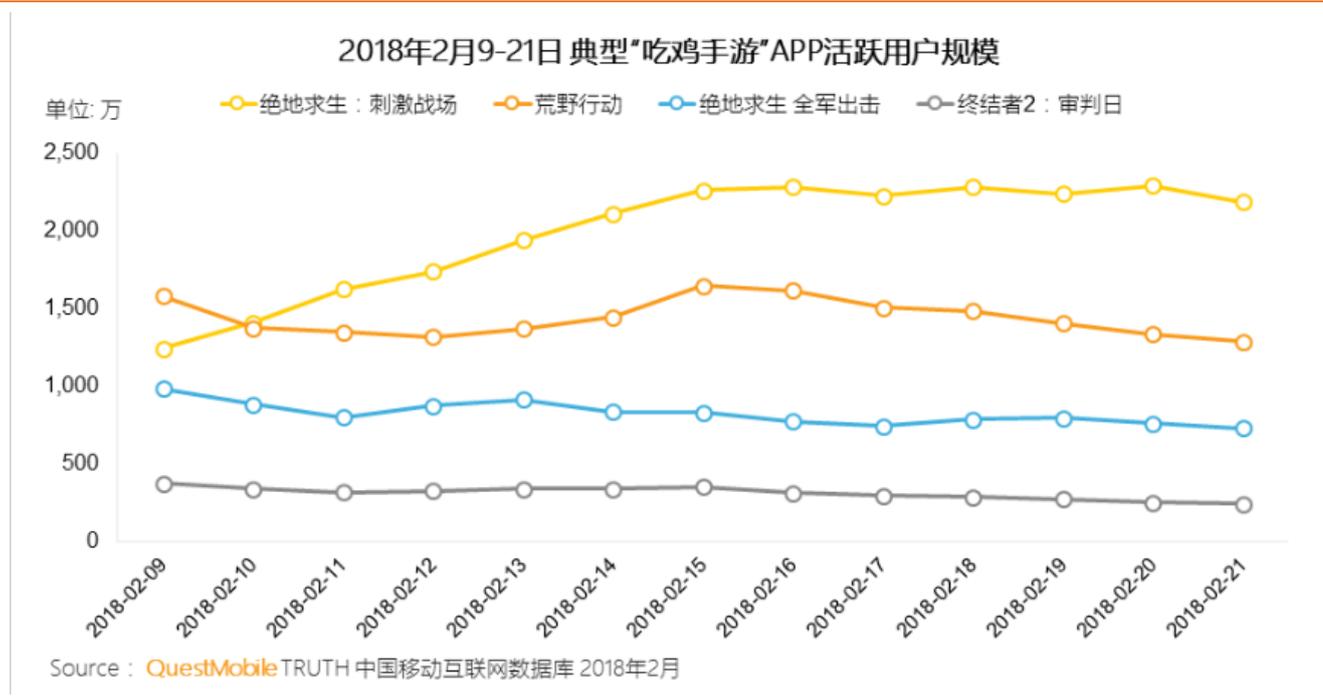
图 21：《绝地求生：全军出击》中国区苹果 iOS 下载榜



资料来源：AppAnnie（2018 年 3 月 21 日），天风证券研究所

参考 Questmobile 的数据，2018 年 2 月 21 日，《绝地求生：刺激战场》DAU 达到 2,253 万，超过《荒野行动》成为该细分品类 DAU 最高的产品，并且受到《绝地求生：刺激战场》的影响，《荒野行动》的 DAU 开始出现明显下滑。根据，酷传检测数据，截止 2018 年 3 月 20 日《绝地求生：刺激战场》安卓端累计下载量达到 1.54 亿，平均单日报下载量接近 400 万；《绝地求生：全军出击》安卓端累计下载量达到 9,500 万，平均单日报下载量超过 200 万。

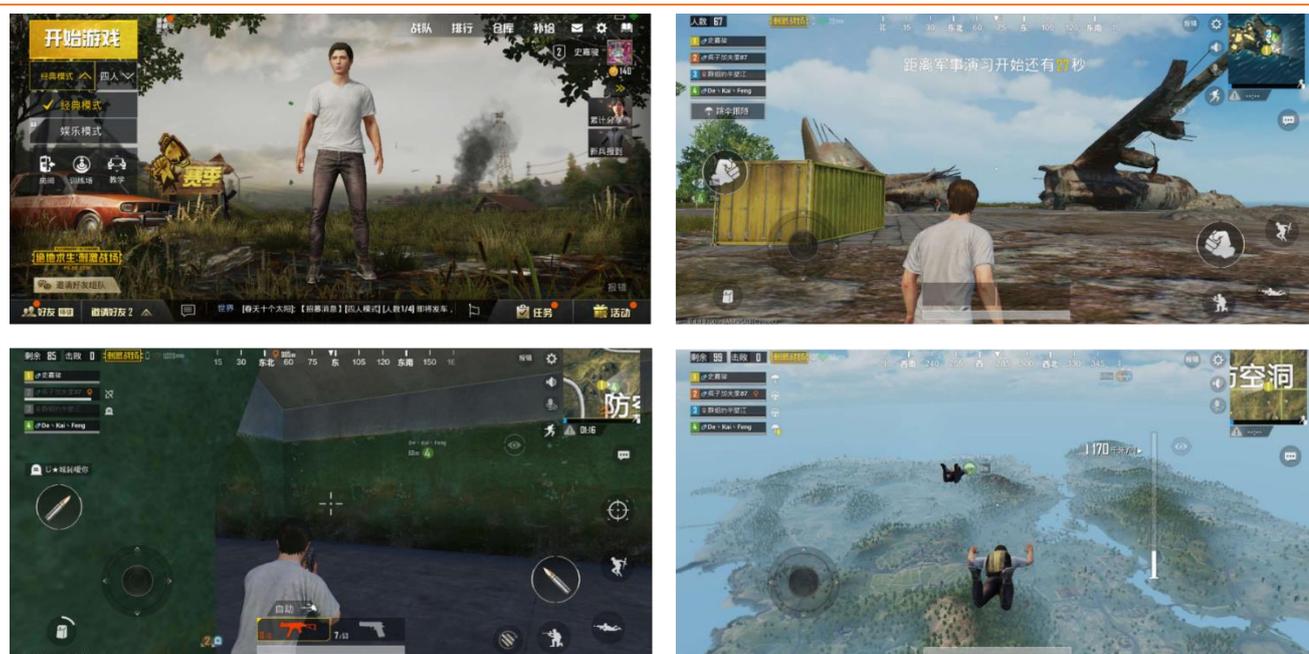
图 22：2018 年 2 月 9 日-21 日 PUBG 类手游 DAU 规模比较



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

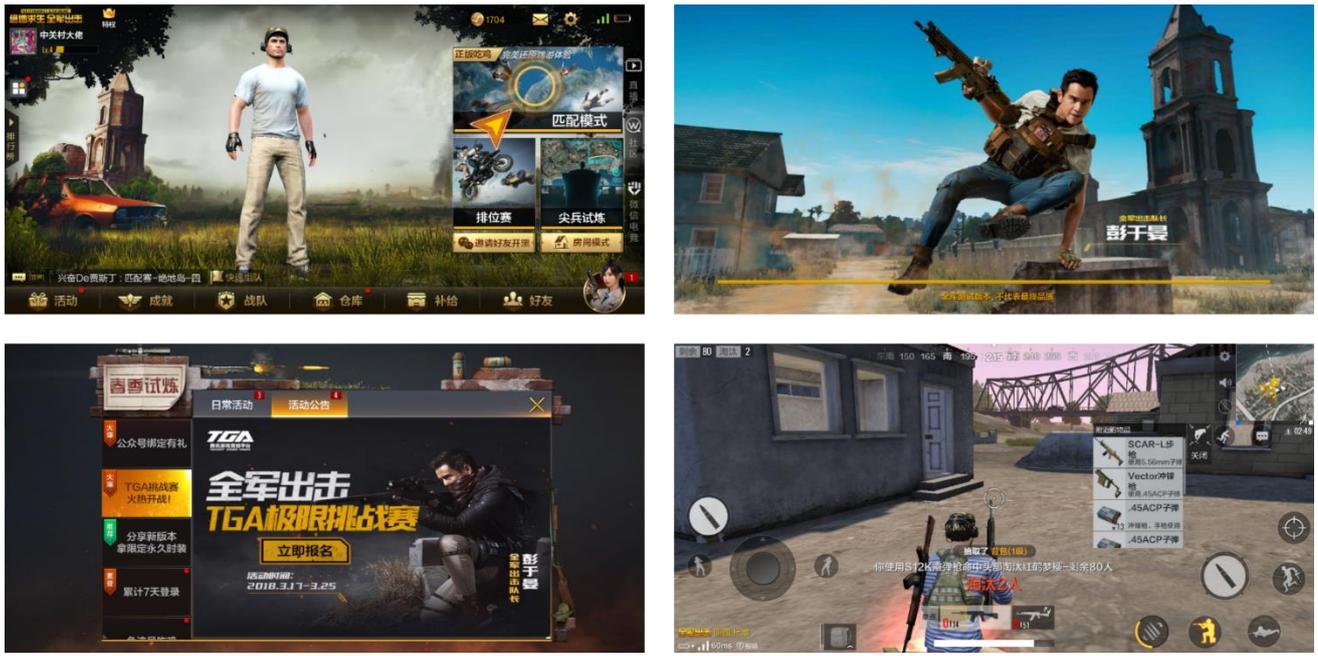
《绝地求生: 刺激战场》与《绝地求生: 全军出击》高度还原 PUBG 端游玩法, 正版 IP 优势叠加产品高质量, 对于用户的吸引力明显。

图 23:《绝地求生: 刺激战场》游戏截屏



资料来源: 游戏截屏, 天风证券研究所

图 24:《绝地求生: 全军出击》游戏截屏

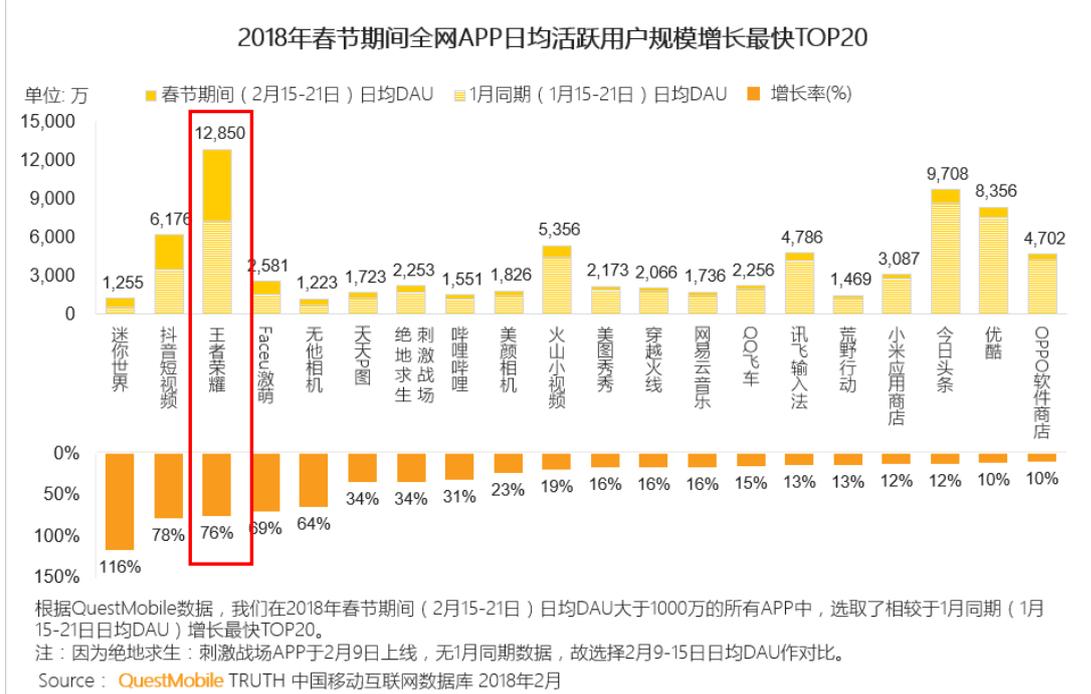


资料来源: 游戏截屏, 天风证券研究所

1.4.3. 《王者荣耀》春节期间王者归来;《QQ 飞车手游》上线后潜力凸显

《王者荣耀》作为腾讯营收贡献最大的一款产品, 凭借优秀的制作品质、社区运营能力和与电竞赛事的良好结合在春节期间再次实现较快增长。根据 AppAnnie,《王者荣耀》在过去 90 天中, 每天基本保持中国 iOS 畅销排行榜第一名, 2018 年 1 月、2 月依然是游戏畅销榜第一名。《王者荣耀》依然能够保持日常化的电竞赛事、常规化的赛季机制、新英雄更新频率, 游戏本身的可玩性与新鲜感一直能够维持。根据 Questmobile 的数据, 2018 年春节期间, 日均 DAU 达到 1.3 亿, 相较 1 月平均 DAU 增长 76%, 是增长最多的前三款应用之一。

图 25:《王者荣耀》在春节期间 DAU 增长明显



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

腾讯对于用户变现节奏的把握与变现方式的多样性上优势依旧明显。2017年12月,《王者荣耀》推出新皮肤,并进行全服预定优惠活动。该活动3天内全服预定超过4,000万,该次活动创造0.4-20亿人民币的收入。

图 26:《王者荣耀》马可波罗皮肤全服预定超过 4,000 万



资料来源:《王者荣耀》游戏截屏,天风证券研究所

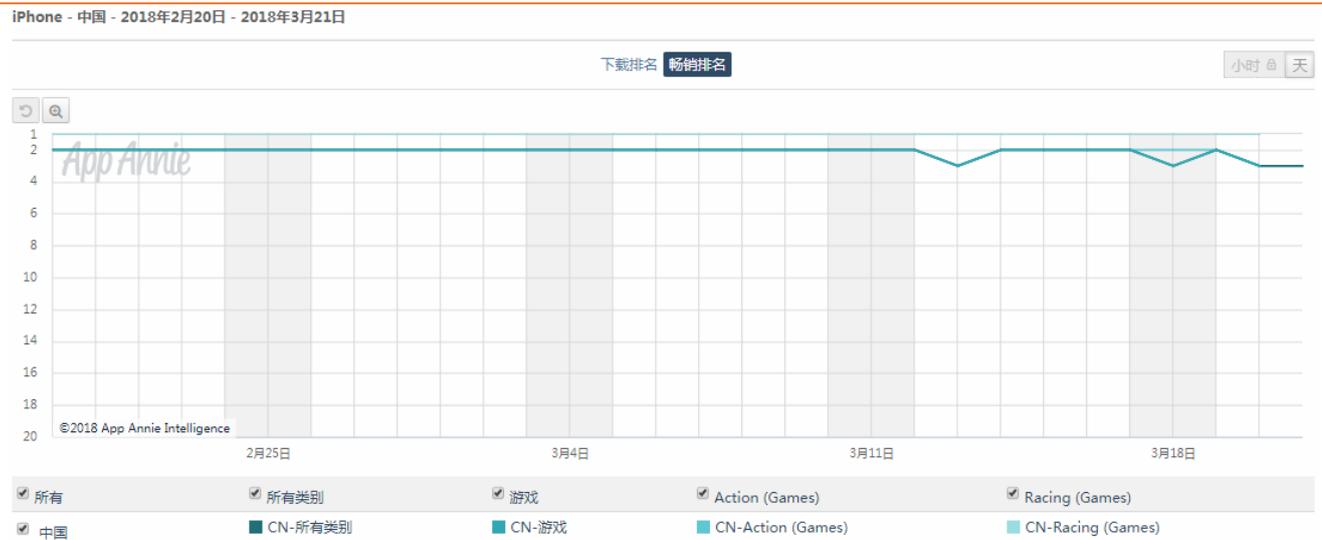
《QQ飞车》作为QQ系列游戏第一款端转手尝试,获得了较大的商业成功。腾讯2018年新游重点放在QQ系列端转手,从《QQ飞车》到《QQ炫舞》再到《QQ华夏》分别在2018年前3个月上线,并且获得了较大的商业成功。《QQ飞车》在2018年1月和2月皆获得中国苹果应用商城畅销榜排名Top2,截止2018年3月21日,该游戏依然分别位列下载榜和畅销榜Top10和Top3,有望显著增加手游营收。

图 27:《QQ飞车》中国苹果 iOS 商城下载排名



资料来源:AppAnnie(2018年3月21日),天风证券研究所

图 28:《QQ 飞车》中国苹果 iOS 商城畅销排名



资料来源: AppAnnie (2018年3月21日), 天风证券研究所

《QQ 炫舞》上线 7 天位列畅销榜 Top5, 截止 2018 年 3 月 21 日 23 点《QQ 华夏》位列畅销榜第 20 位。在未来产品线储备上, 腾讯拥有 23 款待发行产品, 其中端游包含三款生存竞技类游戏, 预计在国内的发行对于端游收入有较为积极的影响; 在手游端,《地下城与勇士》手游版本, 2017 年全球安卓端收入最高手游《天堂 II: 革命》等引入国内,《极品飞车 OL》手游版等预计对腾讯手游业务有进一步的提振作用。

图 29：腾讯未来游戏 Pipeline

	游戏	预计发行时间	自研/代理	游戏类型
端游ACGs	火源计划	待定	代理	FPS
	兽人必须死	待定	代理	塔防
	虚幻争霸	待定	代理	MOBA
	火箭联盟	待定	代理	体育
	百变球球	待定	代理	动作射击
	足球在线	待定	代理	体育
	堡垒之夜	待定	代理	生存沙盒竞技
	H1Z1：生存王者	待定	代理	生存沙盒竞技
	绝地求生	待定	代理	生存沙盒竞技
端游MMOGs	王牌对决	待定	代理	MMOG
	灵山奇缘	待定	自研	回合制RPG
手游	石器时代	待定	代理	RPG
	地下城与勇士（2D）	待定	代理	待定
	天堂 II 革命	待定	代理	动作
	轩辕剑手游	待定	代理	RPG
	极品飞车OL 手机版	待定	代理	待定
	拳皇命运	待定	代理	待定
	剑网3：指尖江湖	待定	代理	待定
	妖精的尾巴：魔导少年	待定	自研	待定
	消除者联盟	待定	自研	待定
	初音未来：梦幻歌姬	待定	代理	待定
	FIFA足球世界	待定	代理	待定
传奇世界3D	待定	代理	待定	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4.4. 投资先行，买遍全球优秀游戏工作室，为未来储备丰富产品线

腾讯在海外扩张方面“收购”先行。腾讯在海外游戏领域投资或收购了 80 余家公司，覆盖游戏制作、游戏发行、游戏社区等多个领域，投资金额达 130 亿美元。从收购后成绩来看，Epic Games 凭借旗下产品《堡垒之夜》及其手游版本在欧美地区的畅销，为腾讯贡献出海宝贵经验。特别是《堡垒之夜》手游版上线仅四天，就拿下了 114 个市场的 App Store 免费榜 TOP1。据 SensorTower 的数据显示，《堡垒之夜》目前全球 iOS 流水已经超过了 900 万。此外，900 万的流水中有 600 万是在游戏上线三天内达到。

图 30：腾讯游戏领域对外投资（部分）

年份	目标企业	主营产品	国家	投资金额 (mn, USD)
2006	gopets	游戏制作	韩国	
2007	Vina Games	游戏发行	越南	
2008	Outspark Inc	游戏发行	美国	11.0
2010	Reloaded Studio	游戏制作	韩国	5.1
2010	Eyedentity Game	游戏制作	韩国	3.7
2010	GH Hope Island	游戏制作	韩国	2.3
2010	Nextplay	游戏制作	韩国	1.4
2010	Redduck	游戏制作	韩国	1.4
2010	Toppig	游戏制作	韩国	1.4
2010	Studio Hon	游戏制作	韩国	1.3
2011	Riot Games Inc	游戏制作	美国	400.0
2012	Epic Games	游戏引擎	美国	330.0
2012	Level Up!	游戏发行	新加坡	27.0
2013	动视暴雪	游戏制作	美国	2,339.2
2013	Plain Vanilla Cor	游戏制作	美国	2.4
2014	Netmarble Gam	游戏制作	韩国	453.5
2014	4: 33 Creative L	游戏制作	韩国	120.3
2014	PATI Games	游戏制作	韩国	18.6
2014	Playdots Inc	游戏制作	美国	10.0
2014	Aiming	游戏制作	日本	
2015	Glu Mobile	游戏制作	美国	126.0
2015	Pocket Gems In	游戏制作	美国	60.0
2015	Riot Games Inc	游戏制作	美国	
2015	Artillery Games	游戏制作	美国	
2015	Hammer & Chis	游戏制作	美国	
2015	TapZen	游戏制作	美国	
2015	Miniclip	游戏制作	瑞士	
2016	Supercell有限公	游戏制作	芬兰	8,600.0
2016	Paradox Interac	游戏制作	瑞典	
2017	Pocket Gems In	游戏制作	美国	90.0
2017	Frontier发展公共	游戏制作	英国	21.1
2017	Milky Tea Ltd	游戏制作	英国	

资料来源：Bloomberg，Crunchbase，投中网，天风证券研究所

图 31: Epic《堡垒之夜》手游版苹果 iOS 全球畅销排名

	所有类别	游戏	Action (Games)	Simulation (Games)
国家/地区的# — 排名达1	53 ▼15	89 ▼7	99 ▼7	113 ▼2
国家/地区的# — 排名达5	82 ▼8	114 ▼3	122 ▼7	133 ▼9
国家/地区的# — 排名达10	94 ▼3	123 ▼7	132 ▼8	141 ▼5
国家/地区的# — 排名达100	133 ▼7	147 ▼1	151 =	151 =
国家/地区的# — 排名达500	150 =	151 =	152 ▼1	153 =
国家/地区的# — 排名达1000	151 =	152 ▼1	153 =	153 =

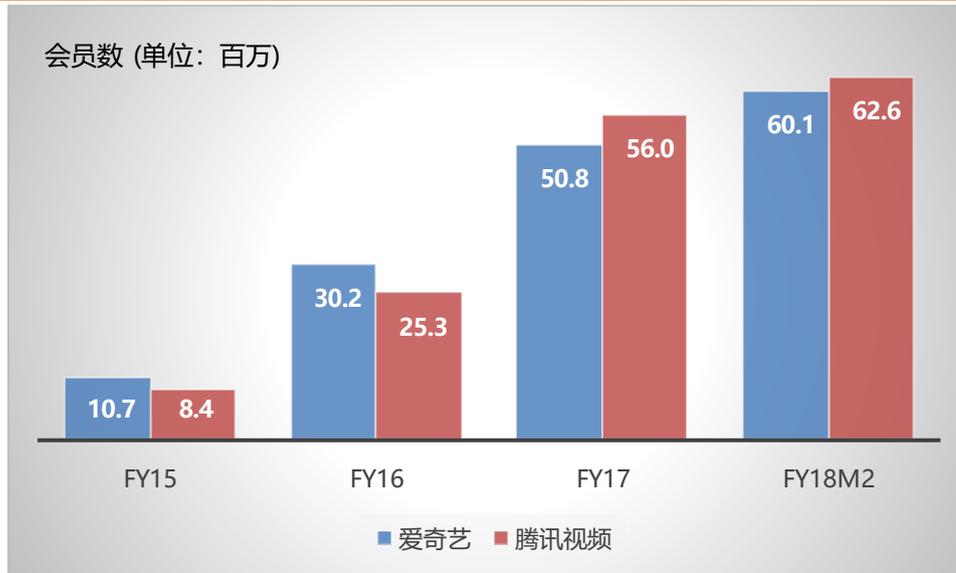
资料来源: AppAnnie (2018年3月21日), 天风证券研究所

腾讯公司于2018年3月20日入股 ubisoft (育碧) 5%股份, 并达成与育碧的战略合作。达成战略合作后, 腾讯将会负责 ubisoft 旗下几款成功的 PC 游戏和移动端游戏在中国市场的发布和推广。腾讯收购 ubisoft 进一步增强了国际化研发与运营的市场堡垒。与此同时, 腾讯有望借 ubisoft 继续开拓 VR 游戏领域。调查显示除主机游戏、PC 游戏、移动游戏外, VR 游戏也是 ubisoft 研发发行的一部分。Ubisoft 早在2015年便开始研发, 并于2016年打开 VR 游戏市场, 发布了3款 VR 游戏抢占市场先机。虽然腾讯之前已有 VR 游戏研发经验, 但是收购 ubisoft 依然可以加速腾讯游戏在 VR 游戏领域的拓展。

1.5. 广告业务-中期发展的支撑：腾讯视频在视频领域持续发力，巩固第一视频平台的地位，预计 18 年仍会加大投入

在线视频行业从 16 年开始进入用户付费时代后，几大视频平台的会员用户量迅速发展。截止 2017 年末，腾讯视频拥有 5,600 万付费会员，同比增长 121%，形成了对爱奇艺会员数的反超（同比增长 68.2%至 5,080 万）。根据最新的数据统计，截止 2018 年 2 月，腾讯视频会员数达到 6,260 万，相比爱奇艺 6,010 万会员数，双方竞争非常激烈，因此在 FY18 年的内容采购上，仍然会是一个相对投入较大的一年。

图 32：中国主要视频平台付费会员数的对比：腾讯视频 vs. 爱奇艺（2015-2017，FY18M2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从腾讯与爱奇艺在广告和会员的营收对比来看：广告方面，腾讯视频 4 季度同比增长 68% 至 RMB27 亿元，相比爱奇艺同比增长 59.9%至 21.4 亿元，增速更快；会员方面，腾讯视频 4 季度同比增长 149%至 RMB22 亿元，相比爱奇艺同比增长 52.8%至 19.3 亿元，也是优势较为突出。管理层在展望中提到，将在 FY18 投资长、短视频在内的数字内容，以进一步扩大订阅用户群。

图 33：4Q17 腾讯视频与爱奇艺收入结构对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 财务数据分析

- **总收入**：4Q17 季度总收入为 RMB663.9 亿，同比增长 51.4%，环比增长 1.8%，低于市场预期 3.1%；FY17 年全年营收同比增长 56.5%至 RMB2,377.6 亿，收入增速是近 2011 年以来最快的一年（剔除电商的影响后）。
 - **社交业务**：4Q17 为 155.8 亿元，同比增长 45.3%，环比增长 2%，主要得益于视频订购（腾讯视频付费会员同比增长 121%至 5,600 万，来自会员订阅的收入同比增长 149%至 22 亿，超过爱奇艺成为第一大视频付费平台）所推动，一定程度抵消了手游下滑带来的压力；FY 17 年社交服务收入同比增长 51.8%至 RMB561 亿。
 - **游戏业务**：4Q17 实现 243.7 亿元，同比增长 31.9%，环比下滑 9.2%；FY 17 年全年游戏收入同比增长 38.2%至 RMB978.8 亿。截止 2017 年 12 月 31 日的递延收入为 421.3 亿，较上个季度 438.9 亿下滑 4%，占过去四个季度的游戏收入为 43%，已经连续两个季度下滑（3Q17 为 47.7%，2Q17 为 51.6%），但 12 月末上线的《QQ 飞车手游》开年表现良好，有望给腾讯游戏 18 年带来较为显著的新增。
 - ◆ **PC 游戏**：4 季度 PC 游戏同比增长 13%至 128 亿元，主要受益于《地下城与勇士》和《英雄联盟》的贡献；季度环比下滑 12.3%，主要受活跃用户向移动端迁移的影响；FY17 年 PC 游戏同比增长 23.2%，在用户向移动端迁移的基础上实现上述成绩实属不易，占中国 PC 游戏的市场份额达到 68.5%，提升 10.4 个百分点。公司计划通过电竞的方式来缓解用户迁移的压力，包括推广新游《绝地求生》及《堡垒之夜》腾讯控股的 Epic 研发，在北美排名 Top1），并挖掘《深海迷航》等创新类型；
 - ◆ **手游（gross base，包括应用宝分发）**：4 季度包括应用宝分发在内的手游同比增长 57.9%至 169 亿，环比下滑 7.1%（历史上首次环比下滑），活跃用户保持稳定，但 ARPU 环比下滑。FY17 手游（gross base）同比增长 63.5%至 628 亿，占中国手游市场份额为 54.1%，较去年同期提升 7.2 个百分点。《绝地求生：全军出击》DAU 表现不俗，但目前尚未进行任何变现，在海外市场开拓效果明显；12 月上线的《QQ 飞车手游》DAU 超过 2,000 万，收入贡献不小；《王者荣耀》春节效应推动月度流水回暖，在东南亚区域发展良好，已经积累起 1,000 万 DAU。
- **广告业务**：4Q17 为 123.6 亿元，同比增长 49.1%，环比增长 11.9%。FY17 广告收入同比增长 49.9%至 RMB404.4 亿元。
 - ◆ **媒体广告（新口径）**：4 季度同比增长 21.5%至 41.2 亿，环比持平，其中腾讯视频广告同比增长 68%至 27 亿。FY17 同比增长 29.7%至 148.3 亿元；本季度因改进广告系统，新闻收入同比下滑，已对所有信息流广告推出统一广告投放平台。
 - ◆ **社交广告（新口径）**：同比增长 67.5%至 82.4 亿元，环比增长 19.1%，主要是平台定向能力增强推动广告需求；FY17 同比增长 64.6%至 256 亿元。
- **以支付和云业务为主的其他收入**：4 季度同比增长 120.6%至 140.8 亿元，主要是支付及云服务收入增长，微信支付线下交易量同比增长接近一倍。腾讯云已经覆盖全球 21 个地区，覆盖领域逐步从网络游戏、视频，向银行及保险客户领域渗透，智慧零售也有望帮助腾讯云扩大在超市、百货公司及快消行业的使用率。
- **毛利率**：4Q17 为 47.4%，同比下滑 6.4 个百分点，环比下滑 1.2 个百分点；其中广告业务毛利率为 37.2%，同比下滑 9.4 个百分点，环比改善 0.9 个百分点；其他业务毛利为 22.8%，同比改善 2.4 个百分点，环比改善 2.5 个百分点，支付占比提升提高了其他业务部分的毛利率。

- **经调整后运营利润:** 4Q17 为 RMB166.6 亿, 同比增长 36%, 环比下滑 6.4%, 运营利润率为 25.1%, 同比下滑 2.8 个百分点, 环比下滑 2.2 个百分点; FY17 经调整后运营利润同比增长 32.7%至 RMB662.2 亿, 运营利润率为 27.9%, 同比下滑 5 个百分点。
- **经调整净利润 (non-GAAP):** 4Q17 为 174.5 亿元, 同比增长 41.5%, 环比增长 2.2%, 超市场预期 3.4%; FY17 经调整后净利润同比增长 43.4%至 RMB651.3 亿。
- **现金及现金等价物净值 (扣除债务后):** 4Q17 为 RMB163.3 亿, 较上季度的 188.6 亿有所下降;

图 34: 腾讯各个业务板块的毛利率变化情况 (1Q13A-4Q17A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3. 运营与产品数据

微信用户 MAU: 4Q17 达到 9.89 亿用户, 同比增长 11.2%, 环比增长 0.9%。2018 年春节的用户超过 10 亿。

QQ 总体活跃账户数: 7.83 亿用户, 同比下滑 9.8%, 环比下滑 7.1%, 下滑幅度在加快。其中 QQ 智能机活跃账户为 6.83 亿, 同比增长 1.7%, 环比增长 4.6%, 占总体账户为 87.2%;

QQ 会员数: 4Q17 付费用户数为 1.35 亿, 同比增长 22.1%, 同比增速是近 6 个季度最快的, 付费率在视频及音乐付费会员带动下, 达到历史最高 17.2%, 其中视频付费会员超过 121% 增长至 5,600 万;

Q-zone 用户数: 5.63 亿, 同比下滑 11.7%, 环比下滑 0.9%; 其中移动 Q-zone 为 5.54 亿, 占 QQ 空间用户数 98.3%;

图 35: 腾讯业绩与一致预期比较表

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	4Q17A	
						一致预期 3月14日	实际 vs. 一致预期
总体收入 (in RMB mn)	43,864	49,552	56,606	65,210	66,392	68,541	-3.1%
<i>QoQ % change</i>	8.6%	13.0%	14.2%	15.2%	1.8%		
<i>YoY % change</i>	44.1%	54.9%	58.6%	61.5%	51.4%		
毛利 (in RMB mn)	23,626	25,443	28,306	31,681	31,495		
<i>QoQ % change</i>	8.2%		11.3%	11.9%	-0.6%		
<i>YoY % change</i>	32.9%	36.9%	38.4%	45.1%	33.3%		
公司口径=运营利润 (in RMB mn)	13,930	19,272	22,560	22,746	25,724	20,796	23.7%
<i>QoQ % change</i>	-3.7%		17.1%	0.8%	13.1%		
<i>YoY % change</i>	27.9%	43.8%	57.4%	57.3%	84.7%		
公司口径=运营利润率	31.8%	38.9%	39.9%	34.9%	38.7%		
经调整后运营利润(不含利息收入和其他损益) (in RMB mn)	12,255	15,273	16,476	17,811	16,662		
<i>QoQ % change</i>	-3.3%		7.9%	8.1%	-6.4%		
<i>YoY % change</i>	22.7%	25.3%	28.8%	40.6%	36.0%		
经调整后运营利润率	27.9%	30.8%	29.1%	27.3%	25.1%		
净利润 (in RMB mn)	10,523	14,548	18,254	18,047	21,622	16,644	29.9%
<i>QoQ % change</i>	-2.3%		25.5%	-1.1%	19.8%		
<i>YoY % change</i>	46.2%	57.0%	67.8%	67.5%	105.5%		
经调整后归属股东净利润	12,332	14,211	16,391	17,070	17,454	16,876	3.4%
<i>QoQ % change</i>	5.1%	15.2%	15.3%	4.1%	2.2%		
<i>YoY % change</i>	37.7%	41.7%	44.8%	45.4%	41.5%		
经调整后股东净利率	28.1%	28.7%	29.0%	26.2%	26.3%		
Non-GAAP EPS, diluted (in RMB)	1.30	1.49	1.72	1.79	1.83	1.78	2.5%
<i>QoQ % change</i>	5.0%		15.2%	4.0%	2.1%		
<i>YoY % change</i>	36.8%	41.1%	44.1%	44.8%	40.8%		

资料来源: Bloomberg(2018 年 3 月 21 日), 天风证券研究所

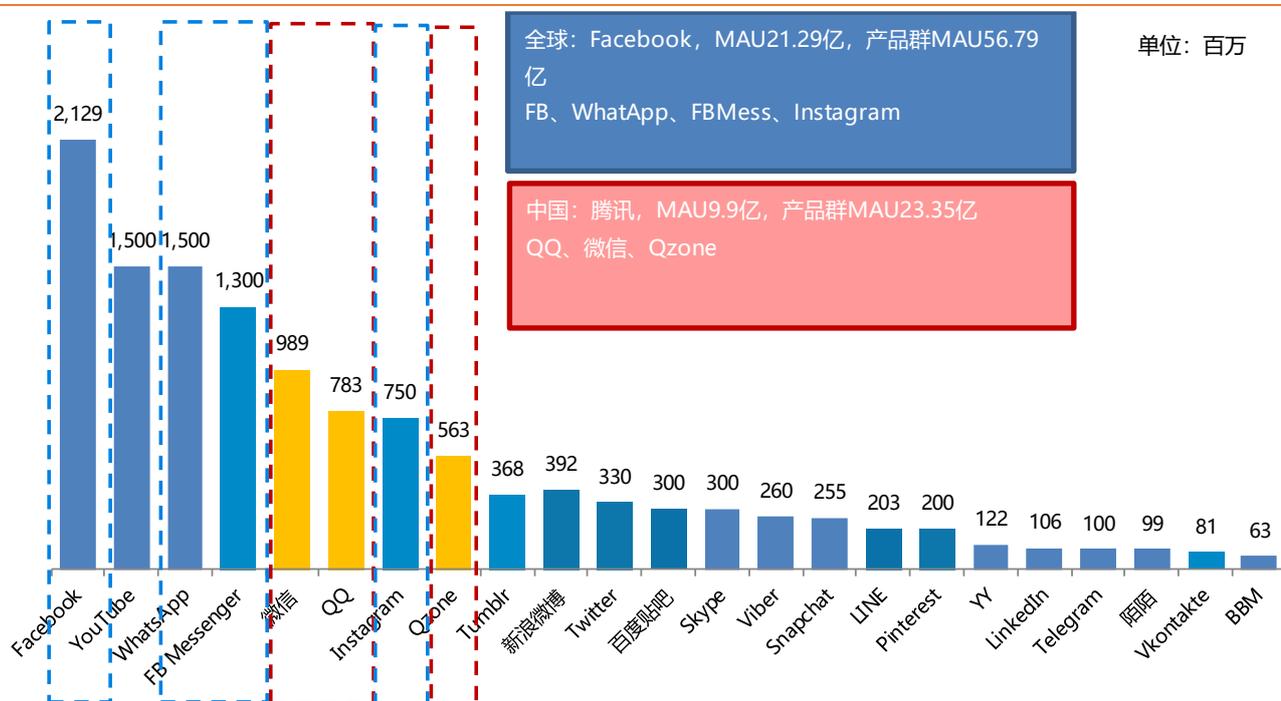
4. 估值

截止 4Q17, 3 款全球用户规模最大 Top4 社交产品 Facebook、WhatsApp 和 FB Messenger 均属 Facebook 旗下, 与 Top6 排名的 Instagram 一起, 通过全球范围扩张以 56.8 亿 MAU 的产品矩阵成就了其 4,926 亿美元市值。而腾讯坐拥中国 13 亿人口的巨大市场, 孕育出 9.89 亿微信用户、7.83 亿 QQ 用户和 5.63 亿 Qzone 用户, 三项产品 23.4 亿 MAU 的产品矩阵成就了 5,600.8 亿美元市值。

- 若按单个最大用户产品来计算: FB 的单用户估值在 \$231.4 per MAU, vs. 腾讯的单用户估值 \$566.5 per MAU;
- 产品矩阵合并处理 (不别重): FB 的单用户估值在 \$86.7 per MAU vs. 腾讯的单用户估值达 \$239.9 per MAU;

两种比较法下, 腾讯的单用户估值比 Facebook 分别高出 144.8% 和 176.7%, 溢价的背后是腾讯在泛娱乐领域的货币化能力、商业化应用场景渗透、金融支付和云业务领域的攻城拔寨, 要比 Facebook 单一依靠广告变现更胜一筹。仅从单用户季度收入来看, 腾讯 \$10.2/MAU 比 FB 的 \$6.1 高出 67.2% (vs. 100% in 3Q17 vs. 86.6% in 2Q17), 所以目前腾讯的 FY17/18 年 P/E 分别为 54.4x 和 41.4x, 较 FB 溢价 127.5% 和 107.6%, 较好的体现了其“连接”为核心的“泛娱乐”霸主地位, 而金融支付的 8 亿绑卡用户, 支付和云业务为主的其他业务同比增长 121% 的迅猛态势也将给腾讯估值带来更多的溢价。我们预计腾讯 2018 年归母净利润同比增长 32% 至 859.7 亿元, 对应 18 年 EPS 9 人民币, 目标价 458 港币, 对应 2018 年 PE41x。虽然我们认为短期涨幅过高存在一定压力, 但我们看好长期在小程序、金融及云领域的业务能力。

图 36: 全球社交应用按用户规模排名 (4Q17)



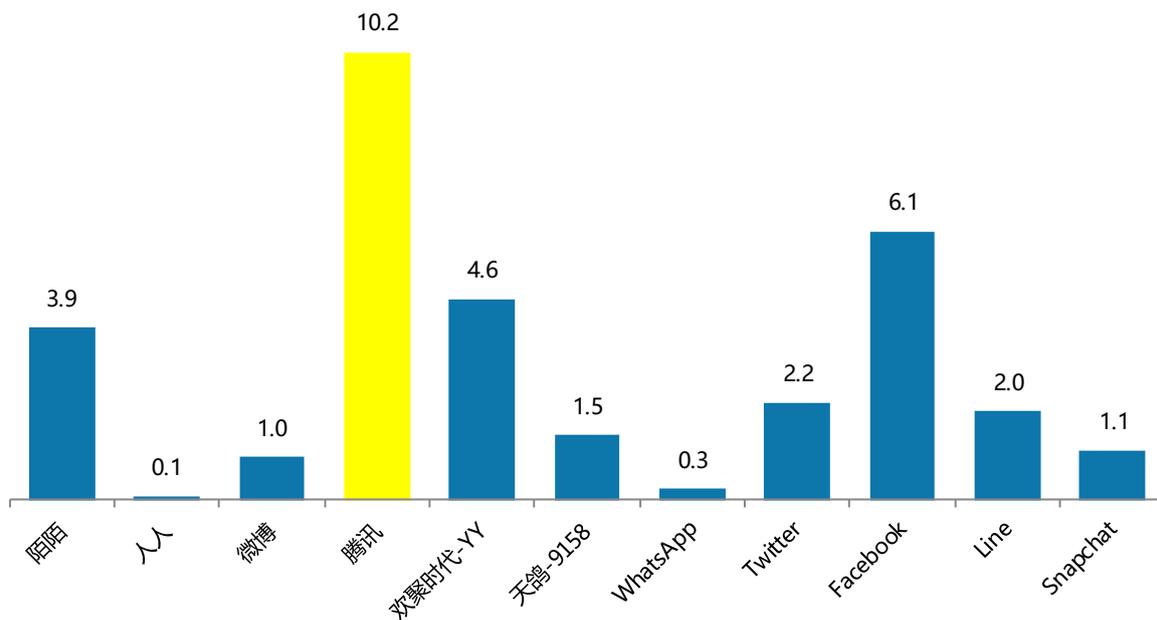
资料来源: 公司公告, Bloomberg (2018 年 3 月 21 日), Statista (2018 年 1 月), 天风证券研究所

图 37: 全球社交应用 P/S 估值对比



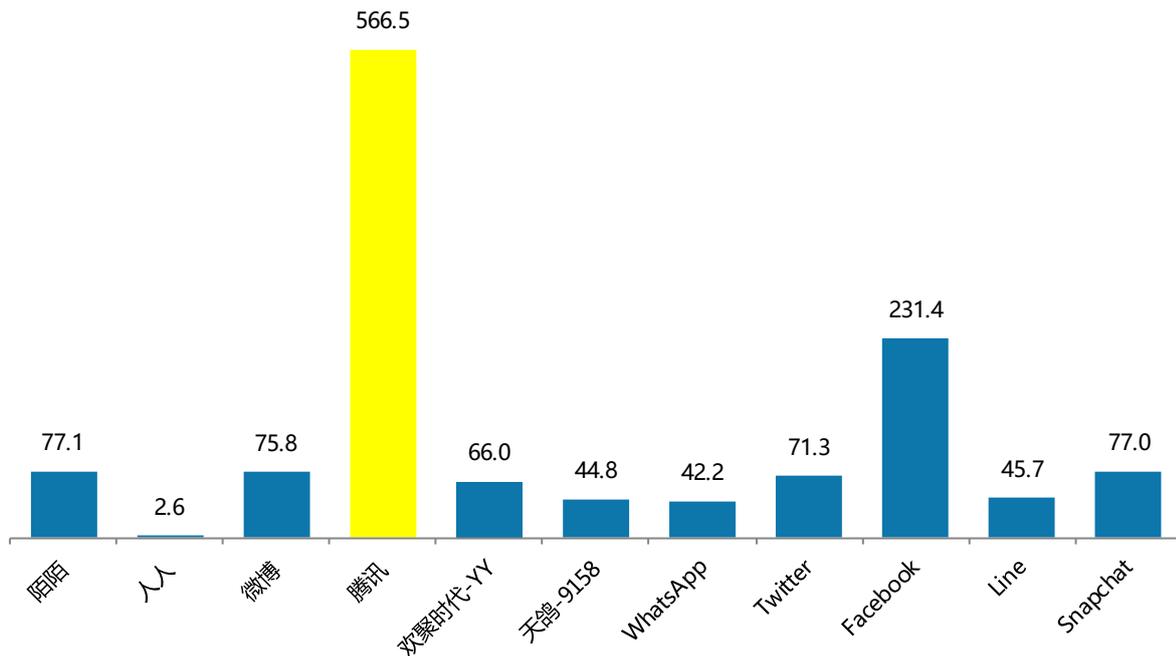
资料来源: 公司公告, Bloomberg (2017 年 11 月 15 日), Statista (2017 年 9 月), 天风证券研究所

图 38: 全球社交应用货币化能力比较-4Q17



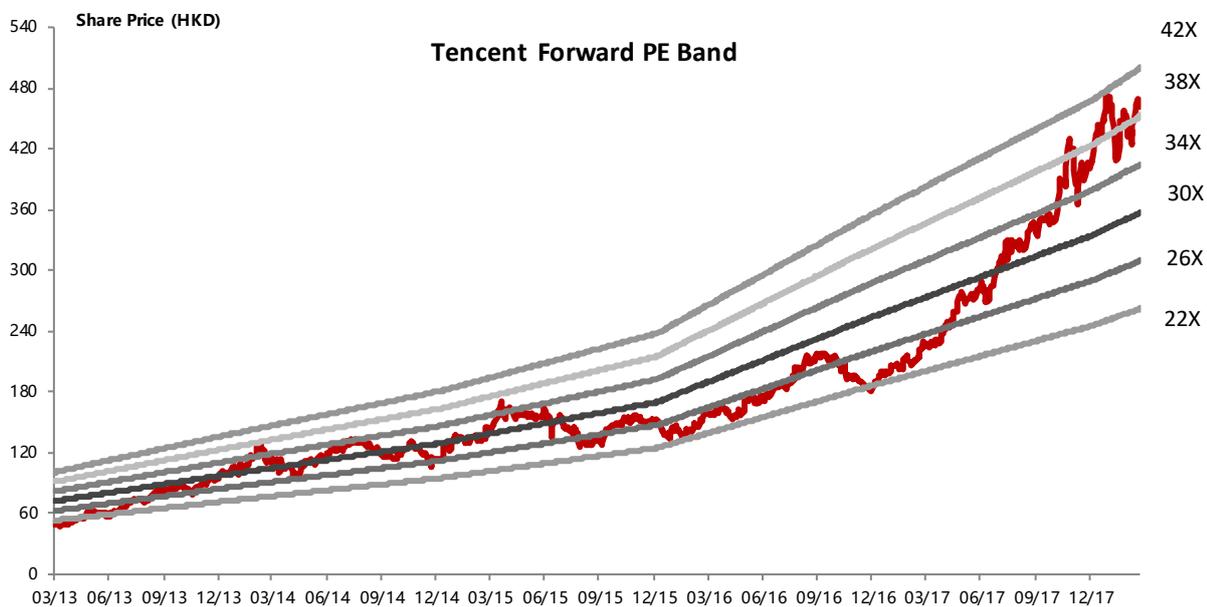
资料来源: 公司公告, Bloomberg (2018 年 3 月 21 日), Statista (2018 年 1 月), 天风证券研究所

图 39：全球社交应用单用户估值比较-4Q17



资料来源：公司公告，Bloomberg（2018年3月21日），Statista（2018年1月），天风证券研究所

图 40：腾讯 Forward PE Band



资料来源：Bloomberg（2018年3月21日），天风证券研究所

图 41：全球社交类公司估值对比表

Ticker	Company	FX	Last Close	Market Cap USD mm	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG			ROE		
					FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18
700 HK Equity	腾讯	HKD	462.6	560,076	78.2	54.4	41.4	23.1	14.6	10.2	23.3	14.8	10.6	2.4	1.7	1.3	30%	31%	30%
RENN US Equity	人人网	USD	9.0	614	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.7	3.1	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	-11%	-10%	n.a.
YY US Equity	欢聚时代	USD	127.4	8,049	30.9	19.5	15.6	6.0	3.9	2.7	6.2	4.4	3.4	1.6	1.0	0.8	35%	36%	29%
1357 HK Equity	美图	USD	10.0	5,449	n.a.	n.a.	41.4	19.2	7.2	3.6	23.0	8.4	4.3	n.a.	n.a.	n.a.	-1620%	-6%	14%
1980 HK Equity	天鸽	USD	6.9	1,115	32.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9%	12%	14%
WB US Equity	微博	USD	135.9	29,722	185.2	78.9	48.7	45.0	25.5	15.8	45.6	26.2	16.6	5.1	2.2	1.3	20%	37%	40%
MOMO US Equity	陌陌	USD	38.8	7,642	41.1	21.1	15.1	12.0	4.8	3.4	12.4	5.5	4.2	0.1	0.2	0.4	28%	41%	48%
中国社交					73.6	43.5	32.4	21.1	11.2	7.2	18.4	10.4	6.7	2.3	1.3	1.0	19%	20%	29%
FB US Equity	Facebook	USD	168.2	492,604	40.5	23.9	19.9	16.9	11.1	7.9	18.0	12.2	8.9	1.6	1.0	0.8	21%	24%	24%
TWTR US Equity	Twitter	USD	31.4	23,541	60.3	77.6	52.6	8.8	8.7	7.5	9.2	9.8	8.7	2.0	2.5	1.7	9%	6%	8%
SNAP US Equity	Snap	USD	16.0	19,633	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22.2	13.9	n.a.	24.8	14.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-33%	-27%
2121 JP Equity	Mixi	USD	4,140.0	3,047	5.8	6.1	8.1	1.1	0.9	0.9	1.6	1.6	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	75%	37%	24%
3938 JP Equity	Line	USD	4,135.0	9,285	98.5	60.8	70.9	6.2	5.0	4.4	6.8	5.7	5.0	1.8	1.1	1.3	13%	9%	7%
112040 KS Equity	WeMade	kER	48,650.0	762	n.a.	87.2	26.6	7.3	5.8	4.7	7.3	7.7	6.1	n.a.	n.a.	n.a.	-17%	2%	9%
035420 KS Equity	Naver	kER	794,000.0	24,407	32.0	31.2	25.8	5.9	5.0	4.2	6.5	5.6	4.9	1.3	1.2	1.0	29%	20%	19%
海外社交					47.4	47.8	34.0	7.7	8.4	6.2	8.2	9.6	7.2	1.7	1.5	1.2	22%	9%	9%

资料来源：Bloomberg(2018年3月21日)，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com