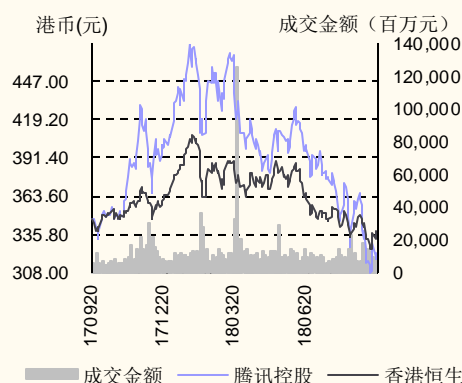


市价(港币): 321.600元

目标(港币): 410.00元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 9,522.71
 总市值(百万元) 3,062,504.67
 年内股价最高最低(元) 474.60/308.00
 香港恒生指数 27407.37



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
 绝对 -19.64 -31.08 -7.16
 相对香港恒生 -11.93 -17.95 -4.60

相关报告

- 1.《游戏审批瓶颈有望渡过,微信小程序增长迅猛-腾讯控股2018年...》, 2018.8.15
- 2.《二季度不是“黑暗时刻” 微信的长期流量壁垒并未出现松动-腾讯...》,
- 3.《端游《堡垒之夜》上线倒计时,手游《魔力宝贝》称霸畅销榜-腾讯...》,
- 5.《无需恐慌:腾讯最好的日子还在后面-腾讯控股一季报与全年业绩前...》, 2018.5.14

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
 peipei@gjzq.com.cn

长期战略地位稳固,短期业绩能见度欠佳 投资者应如何抉择?

公司基本情况

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	237,760	320,532	405,927	495,139
同比增长	56.5%	34.8%	26.6%	22.0%
归属母公司净利润(百万)	71,510	71,581	93,071	115,979
扣非净利润(百万)	65,126	79,945	101,741	125,339
同比增长	43.4%	22.8%	27.3%	23.2%
扣非每股收益	6.92	8.40	10.68	13.16
扣非 P/E	47.45	39.11	30.73	24.95

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

投资逻辑

- 2018年,国家对互联网行业的监管趋于严格,腾讯不可避免的受到影响,尤其是游戏业务的增长明显放缓。我们认为,游戏行业的监管风险尚未完全释放,后续产品上线及变现时间很不确定;广告、互联网金融业务尚不能弥补游戏业务的放缓,2019-21年的业绩能见度较低。
- 腾讯的长期战略很明确:大力发展微信小程序,建立去中心化的生态系统,发展小游戏、电商和新零售;积极推动手游出海,同时以并购、投资方式切入海外电商市场。虽然支付宝、百度、今日头条都推出了小程序,但是我们认为腾讯在这一领域具备得天独厚的优势,只是大规模变现尚未开始。
- 腾讯并不缺乏短期变现手段:增加微信广告位,快速推进小程序变现,开展高附加值互联网金融业务等。但是,腾讯不愿意牺牲用户体验,也不愿意试探监管底线;它在变现方面非常克制,更注重保留“战略预备队”。
- 直播行业的经验告诉我们:监管趋严一般有利于头部互联网公司进一步占据客户和资源,因为它们运营更规范、对政策的理解更深。一旦监管放松,或者下一个成长周期到来,腾讯这样的巨头将具备较大的业绩弹性。

投资建议

- 我们预计2018-20年营业收入增速分别为34.8%、26.6%、22.0%,扣非净利润增速分别为22.8%、27.3%、23.2%。我们将2018-20年扣非EPS预期下调为8.40、10.68、13.16元(此前为9.19、11.96、14.32元)。
- 2018年对腾讯来说是多灾多难的一年,但是腾讯的流量基础、商业模式和产品储备都没有受到实质性破坏。游戏业务的减速主要是政策影响导致的,网络视频、音乐、支付等业务的强劲增长让我们看到了腾讯的活力。
- 值得一提的是,腾讯今年上半年有增持战略投资对象、扩大联营公司并表范围的倾向,这可能增厚扣非净利润,从而造成“超预期风险”。
- 我们以基于DCF的SOTP估值得出目标价410港元,维持“买入”评级。腾讯仍然是长期投资者分享中国互联网行业成长的最佳选择。

风险因素: 监管风险,新业务风险,技术替代风险,战略投资风险,估值偏高。

内容目录

互联网行业进入“监管趋严”时代，业绩能见度降低.....	4
互联网行业面临的监管环境从宽松趋向严格.....	4
游戏行业：监管风险还在积累，尚未释放完毕.....	5
监管趋严会促使资源进一步向头部公司集中.....	6
微信小程序与业务出海：腾讯的长期战略方向.....	7
从移动 App 时代到“超级 App + 小程序”时代.....	8
微信小程序：腾讯在电商及新零售市场的支点.....	9
业务出海：以游戏为先锋，金融支付和电商为两翼.....	11
腾讯不缺乏短期变现手段，但是腾讯没有下决心使用.....	13
社交广告：微信流量仍然有富余，为何不急于广告变现？.....	13
移动游戏：腾讯的 IP 库存枯竭了？且慢下结论.....	14
互联网金融：微信支付成功之后，变现之路依然艰难.....	15
财务分析.....	17
短期及中期业绩能见度偏低，下调 2018-20 年预期.....	17
注意并表范围扩大导致的“超预期风险”.....	18
估值：以 DCF 为基础的 SOTP.....	18
风险因素.....	19
附录：三张报表预测摘要.....	20

图表目录

图表 1：“大众创业，万众创新”与“互联网+”政策时间表.....	4
图表 2：2016 年 4 月推出的“国产移动网络游戏备案绿色通道”.....	5
图表 3：《堡垒之夜》尚未取得版本号，已经测试一个多月.....	6
图表 4：直播行业的头部公司——陌陌和 YY 的营业收入同比增速.....	7
图表 5：2018 年 6 月，“腾讯系”占据 Top 25 移动 App 的 13 席.....	7
图表 6：移动互联网进入“超级 App + 小程序”时代.....	8
图表 7：Top 2000 微信小程序的类型分布.....	9
图表 8：Top 100 小程序占“小程序+App”用户的比重.....	9
图表 9：2017 年微信小程序用户月均消费金额.....	10
图表 10：2017 年微信小程序用户消费类别.....	10
图表 11：2015-17 年微盟付费企业用户数量.....	10
图表 12：微盟累计覆盖消费者和商户粉丝（百万）.....	10
图表 13：《王者荣耀海外版》包括超人、蝙蝠侠等欧美动漫人物.....	11
图表 14：腾讯是东南亚数字娱乐及电商平台 Sea 的最大股东.....	12
图表 15：腾讯旗下主要移动应用的流量趋势和广告价格空间.....	13
图表 16：一个典型的小程序内嵌 Banner 广告.....	14
图表 17：腾讯储备和已经拿下的超级 IP.....	15

图表 18: 历年除夕微信红包发放数量 (亿个)	16
图表 19: 蚂蚁金服 2017 年各季度税前利润 (亿元)	16
图表 20: 腾讯损益表预测.....	17
图表 21: 2018 年上半年腾讯新增或增持的联营公司.....	18
图表 22: 腾讯控股 DCF 模型假设及结论.....	19

互联网行业进入“监管趋严”时代，业绩能见度降低

- 作为中国最大的互联网公司之一，腾讯对监管政策的敏感性很高。2015-2017年，互联网行业享受着比较宽松的监管环境，腾讯业绩受到正面促进；进入2018年，监管逐渐趋严，国家对互联网行业的社会影响提起高度重视，腾讯业绩受到了直接影响，未来能见度也大幅降低。投资者必须正视互联网监管的“新常态”，以务实审慎的态度看待腾讯。

互联网行业面临的监管环境从宽松趋向严格

- 2014年9月，李克强总理在夏季达沃斯论坛上首次提出了“大众创业，万众创新”。当年11月，首届世界互联网大会在乌镇举行，李克强发表重要讲话，认可互联网行业的重要性。2015年3月，《政府工作报告》首次写入了“互联网+”和“大众创业，万众创新”。很快，国务院推出了一系列鼓励互联网行业创新的法规、通知，并且成立了两个部际联席会议机制。
- 2015年7月，国务院发布了“互联网+”行动指导意见，提出了十一项重点行动、七项保障支持。2017年1月，中办、国办印发了《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》，充分肯定了移动互联网对经济、民生和安全的重要作用。在细分行业方面，国务院出台了促进电子商务发展的方案，印发了“互联网+流通”“互联网+政务”“互联网+先进制造”“互联网+医疗健康”等多个指导意见。在此期间，互联网行业的监管环境比较宽松。

图表 1：“大众创业，万众创新”与“互联网+”政策时间表

时间	事件
2014年9月	李克强在夏季达沃斯论坛上首次提出“大众创业，万众创新”。
2014年11月	首届世界互联网大会在乌镇举行，来自100多个国家/地区的代表出席，李克强指出互联网是“大众创业，万众创新”的新工具。
2015年3月	《政府工作报告》首次写入“互联网+”和“大众创业，万众创新”。
2015年5月	国务院印发《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，提出加速电子商务与制造业融合、推动服务业升级转型。
2015年6月	国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，将大众创业、万众创新视为“发展的动力之源”，同一
2015年7月	国务院印发《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，提出了十一项重点行动、七项保障支持，几乎涵盖所有互联网细分行业。
2015年12月	在第二届世界互联网大会上，中国“互联网+”联盟成立。
2016年4月	国务院办公厅印发《关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》。
2016年5月	国务院印发《关于建设大众创业万众创新示范基地的实施意见》，要求“加快发展新经济、培育发展新动能、打造发展新引擎”。
2016年9月	国务院印发《关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》，提出把简政放权、放管结合、优化服务改革推向纵深。
2017年1月	中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》，要求充分发挥移动互联网优势、缩小数字鸿沟。
2017年7月	国务院印发《关于强化实施创新驱动发展战略进一步推进大众创业万众创新深入发展的意见》，优化创新创业生态环境
2017年11月	国务院印发《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，提出2025年基本形成国际竞争力。
2018年4月	国务院印发《关于促进“互联网+医疗健康”发展的指导意见》。
2018年6月	国务院办公厅印发《进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案》

来源：新华网，人民网，国金证券研究所

- 进入2018年，国家仍然在发布与“互联网+”相关的文件，部际联席会议仍然按期举行，对互联网行业的各项优惠政策也没有停止。但是政策重点发生了一些转变：更强调“互联网行业对传统行业的推动作用”，而不是单纯促进互联网行业自身的增长。今年以来，游戏、视频、电商等主流互联网细分行业，都明显感受到了监管的收紧：
- **游戏行业：**从2018年3月28日开始，网络游戏版本号暂停发放，至今尚未恢复。8月30日，教育部等八部门联合发布《综合防控儿童青少年近视

实施方案》，提出了“网络游戏总量调控”政策。8月31日，《南方都市报》报道了“开征35%游戏税”的说法，不过很快遭到辟谣。

- **视频行业：**包括长视频、短视频在内的网络视频行业，2018年成为监管行动的焦点。火山、快手、抖音、西瓜、秒拍……几乎所有主流短视频应用都遭到了广电总局的约谈或行政处罚；在长视频应用中，B站受到批评之后下架一个月。爱奇艺、腾讯、优酷等三大视频平台虽然没有受到处罚，但是也面临着节目审核趋严、冠名及赞助强化管理等限制。
- **电商行业：**8月31日通过的《电子商务法》要点包括：自然人网店纳入监管范围，这将对淘宝、微信公众号/小程序、拼多多等造成较大压力；明确电商经营者的纳税义务，对于C2C平台影响很大；电商平台要为商家侵权承担连带责任，给平台的知识产权保护提出了很高的要求；规范跨境电商发展，跨境电商平台在税收、海关、检验等环节将面临更高的合规成本。
- **互联网金融行业：**从2017年开始，在央行的“去杠杆”要求下，互联网金融面临的监管压力明显增加，尤其以消费金融、小额贷款等最为严重。2017-18年，蚂蚁金服、京东金融纷纷表态：将重心从“金融服务”转向“金融技术服务”，严格控制资产负债表规模和风险。
- 总而言之，这一轮互联网行业的监管收紧，呈现范围大、幅度深、时间长的态势。互联网行业的规模已经很大，任何一个细分市场都具备举足轻重的经济和社会意义，主管部门越来越重视互联网的“社会影响”和意识形态作用。监管的全面收紧，是腾讯短期和中期业绩的最大不确定因素。

游戏行业：监管风险还在积累，尚未释放完毕

- 过去几年，网络游戏行业的高速发展，离不开主管部门的政策支持。2014年7月，国家广电总局在ChinaJoy大会上宣布了游戏行业的三大“简政放权”政策：扩大游戏企业属地管理试点、简化网络游戏审批流程、简化移动游戏网上出版管理办法。2016年，广电总局加强了对游戏版本号的管理，要求无版本号的游戏一律不得开展商业运营。但是，在执行中，国产手游获得了“备案绿色通道”，没有版本号的游戏也被设立了宽限期。

图表 2：2016 年 4 月推出的“国产移动网络游戏备案绿色通道”

来源：全国文化市场技术服务平台，国金证券研究所

- 2018年，游戏行业监管风云突变：游戏版本号于3月28日以后暂停发放，至今尚未恢复；文化部的游戏备案通道一度关闭。8月15日，新浪、搜狐等门户网站援引了彭博关于“中国网络游戏审批暂停”的报道。在当天的腾讯第二季度电话会议上，腾讯高层明确表示：游戏版本号将在不久的将来恢复发放；广电总局已经推出了“绿色通道”机制，允许部分游戏在没有版本号的情况下开始收费，《堡垒之夜》就正在申请这个“绿色通道”。此后，金山软件、游族网络等公司管理层也在财报电话会议中表达了类似的观点。游戏行业面临的监管风险似乎已经充分释放。

- 然而，在教育部等八部门于8月30日发布的《综合防控儿童青少年近视实施方案》中，提出了“网络游戏总量调控，限制新增运营游戏数量，限制未成年人使用时间”的新政策。事实上，在8月2日发表的该方案征求意见稿中，并没有限制网络游戏的说法，直到正式稿才添加上去。这说明，“网络游戏总量调控”政策是8月以后才制订出来的，主管部门对游戏行业的态度没有松动，反而呈现继续收紧的态势。
- 9月11日，香港《南华早报》报道，国内游戏版本号重启可能还需要4-6个月。与此同时，“绿色通道”一说暂无下文，《堡垒之夜》迄今也仍未开始商业运营。2017年，游戏业务收入（包括计入社交网络增值业务的游戏收入）占腾讯营业收入的50%，我们估计至少贡献了腾讯营业利润的70%。任何对游戏行业的监管收紧，都对腾讯有一定的负面影响。

图表3:《堡垒之夜》尚未取得版本号，已经测试一个多月



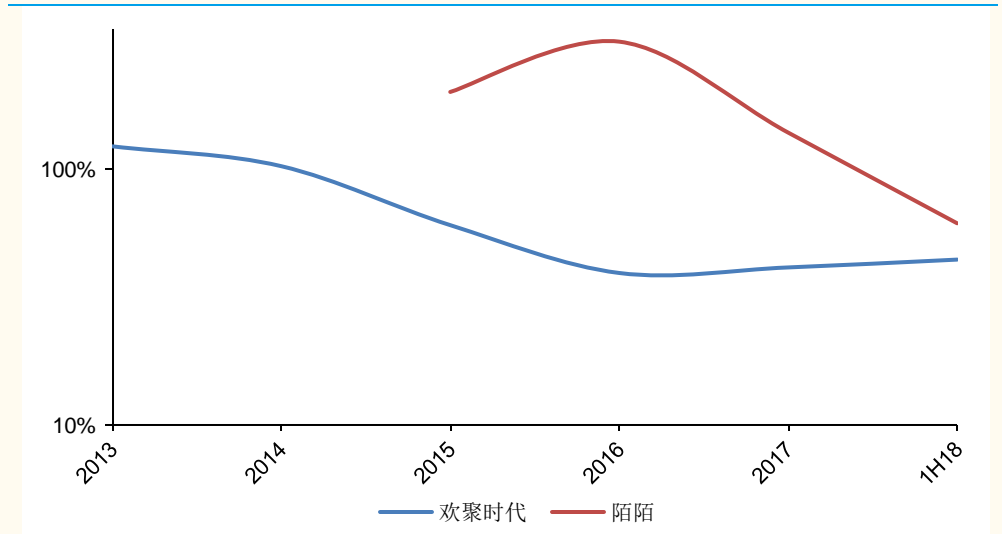
来源：游戏官网，国金证券研究所

- 面对仍在积累的游戏监管风险，腾讯提出了两个应对措施。第一是高举“出海”大旗，《王者荣耀海外版》《绝地求生之刺激战场》分别取得了海外流水3000万和2000万美元的佳绩，我们相信在1-2年内，海外市场将为腾讯手游业务贡献10%以上的收入。第二是强调游戏的社会意义，发布《肿瘤医生》《尼山萨满》等一系列“功能游戏”，可以直接用于教育目的。不过，以上措施并不足以完全抵消监管风险，只能起到一些补充作用。游戏行业的监管风险何时充分释放，还是一个未知数。

监管趋严会促使资源进一步向头部公司集中

- 我们无法判断互联网行业监管趋严的趋势会持续多久，但是能够通过历史经验预测监管趋严的长期后果——客户和行业资源会进一步向头部集中，腾讯、阿里等“巨头公司”的市场份额将越来越大，触角越伸越长。即便互联网行业整体增长趋缓，腾讯的增速仍然有望高于同行；一旦互联网迎来下一波高速增长期，掌握了更多资源的腾讯可能迅速受益。
- 网络直播行业是一个绝佳的范例：2014-16年，国家反复整顿秀场直播乱象，对于色情、低俗、赌博等内容严加打击，被勒令整改甚至关停的直播平台数不胜数。结果，到2016年底，基本形成了陌陌、欢聚时代两巨头瓜分市场的局面，欢聚时代还孵化出了虎牙这个游戏直播平台。其中的逻辑很顺畅：大型直播平台的运营更正规、能担负更高的合规成本，对监管政策的理解也更深。监管趋严，首先打击了不规范的平台，其次让很多中小平台退出市场或被收购，大型平台进一步稳固了市场地位。

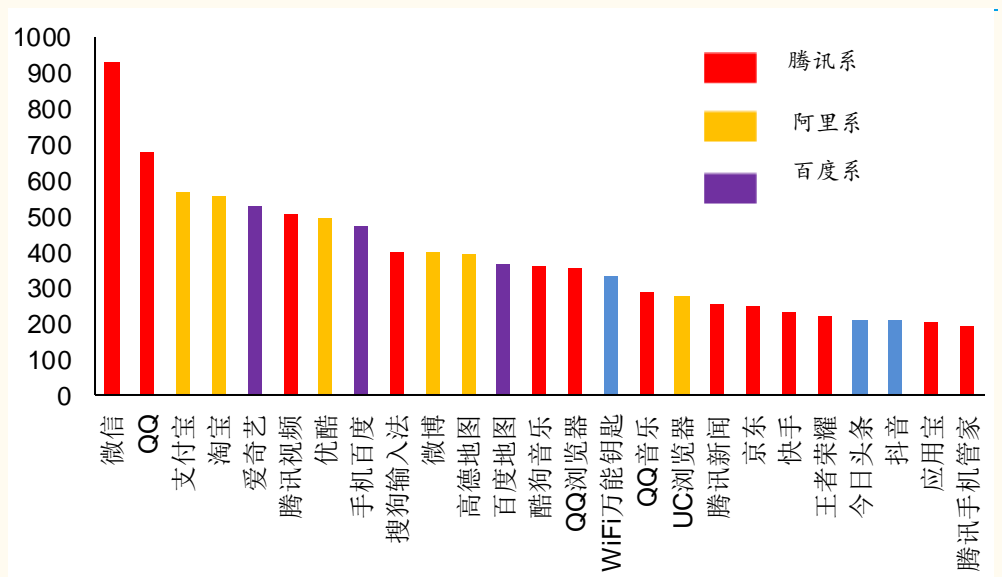
图表 4：直播行业的头部公司——陌陌和 YY 的营业收入同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 现在，中国互联网的“巨头公司”只剩下四家：腾讯、阿里、百度、今日头条。其中，百度的流量基础每况愈下，今日头条虽然增长迅速但是体量有限，与腾讯、阿里仍然有较大差距。截止 2018 年 6 月，腾讯出品及战略投资的移动应用占据了 25 个头部应用（月活用户在 2 亿以上）的 13 席。虽然在信息流媒体和短视频领域，腾讯受到了“头条系”的强力冲击，但是腾讯在社交、游戏、长视频、音乐等领域的优势仍然不可撼动。
- 总而言之，监管趋严很可能导致互联网行业的客户和资源进一步向巨头集中，而腾讯恰恰是生态系统最完整、流量基础最牢固的巨头。直播行业的经验告诉我们：在大量运作不规范、无法跟上监管要求的中小公司出局后，以腾讯为主的头部公司将进一步整合市场。

图表 5：2018 年 6 月，“腾讯系”占据 Top 25 移动 App 的 13 席



来源：QuestMobile，国金证券研究所

微信小程序与业务出海：腾讯的长期战略方向

- 我们认为，腾讯已经找到了明确的长期战略方向：首先，大力扶持微信小程序，在微信这个头部应用内部再造一个完整的生态系统，从而向电商、新零售等市场发起一波攻击；其次，在海外市场投入大量资源，推动热门游戏产品的出海，同时扩张互联网金融、电商的海外版图。腾讯的战略抉择是正确的，但是很难为业绩带来立竿见影的提升。

从移动 App 时代到“超级 App + 小程序”时代

- 进入 21 世纪，互联网行业的流量分发经过了三个时代：第一个是 PC 时代，以浏览器为主要入口，搜索引擎和门户网站为主要分发渠道，客户端也有一定的辅助作用；第二个是早期移动时代，以应用商店和 App 为主要入口，App 本身取代了网页的大部分功能，浏览器退居辅助位置；第三个是晚期移动时代，超级 App 进一步膨胀，甚至取代了应用商店的一部分功能，而腰部、长尾 App 则转化为超级 App 内部的小程序。
- 小程序基于 HTML5 技术，不需要下载、安装，注册、登录环节也高度简化。与原生 App 相比，小程序获客成本更低，开发迭代速度更快。在移动互联网流量红利耗尽、买量成本居高不下、用户留存率极低的今天，小程序对广大长尾应用开发商和创业公司来说，不啻于雪中送炭。毫不夸张地说，小程序的崛起是与 App Store 的诞生相提并论的革命性事件。

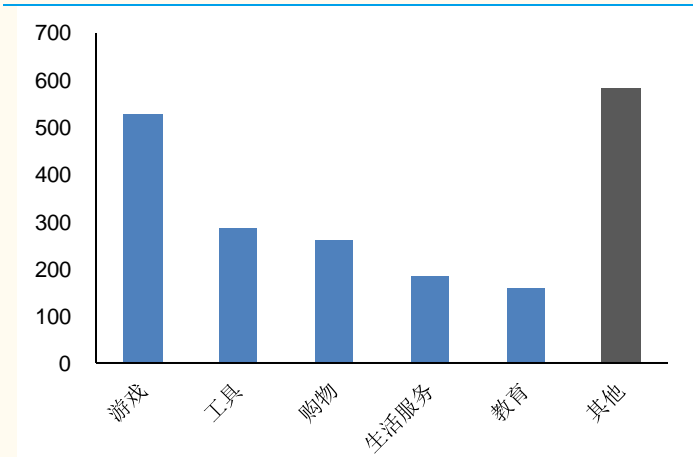
图表 6：移动互联网进入“超级 App + 小程序”时代



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

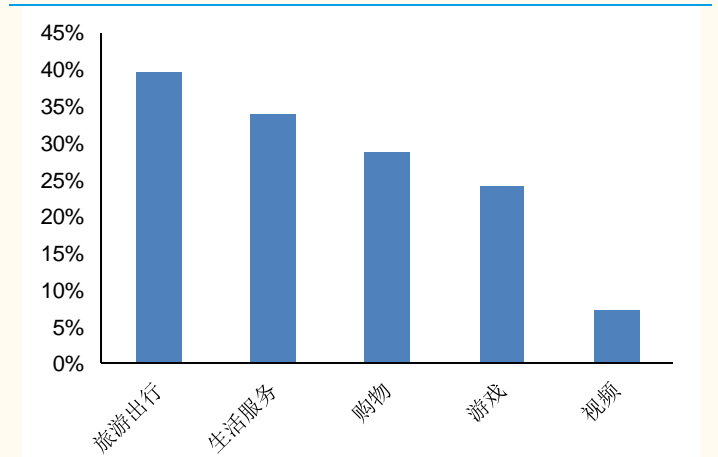
- 根据 QuestMobile 的统计，在活跃用户最高的 2000 个微信小程序当中，数量最多的是游戏，其次是工具类、购物、生活服务（O2O）。我们估计，随着 HTML5 技术的不断完善，小程序的功能还会逐渐拓展。但是，游戏和电商（包括 O2O）将在很长一段时间里，继续占据小程序的主流：前者能随时占有用户的碎片时间，后者则可以通过微信群、LBS 等多个渠道导入和导出流量，而且两者都具备较强的直接变现能力。对于腾讯来说，游戏业务是大本营，通过小程序扶持轻量级游戏可谓轻车熟路；电商和 O2O 则是从未真正占据的市场，小程序带来了难得的新机遇。
- 截止 2018 年二季度，在同时拥有原生 App 的头部小程序当中，小程序往往能贡献整个生态系统流量（App + 小程序）的 20-40%。其中，旅游出行的小程序流量贡献比例最高，生活服务次之，购物又次之。我们认为，以上品类都带有较强的 LBS 属性和一定的社交属性，更适合通过小程序传播。值得一提的是，微信小程序是 2017 年 2 月正式上线的，当年 12 月才通过“跳一跳”实现跨越式增长；经过如此短暂的发展，小程序就已经为大量应用贡献了举足轻重的流量。如果再经历 1-2 年，小程序可能成为许多头部应用的主要用户来源，拼多多就是一个现成的案例。

图表 7: Top 2000 微信小程序的类型分布



来源: QuestMobile, 国金证券研究所

图表 8: Top 100 小程序占“小程序+App”用户的比重



来源: QuestMobile, 国金证券研究所

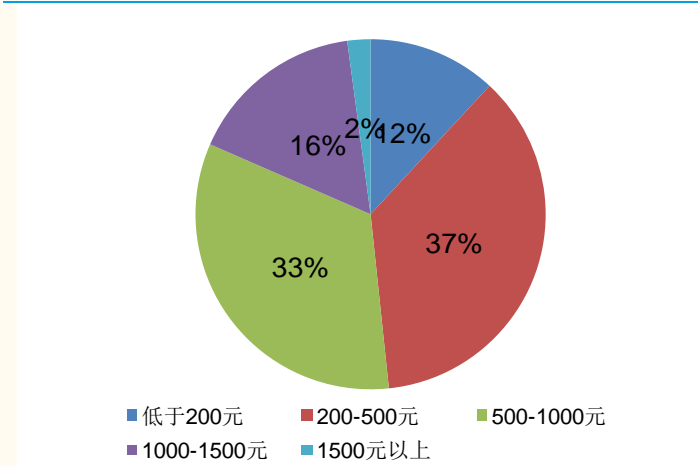
- 毫无疑问, 致力于发展小程序生态系统的超级 App 不止有微信。2018 年 9 月, 蚂蚁金服宣布: 支付宝小程序已经拥有 2 万个以上产品、3 亿以上注册用户、1.2 亿以上日活用户; 百度智能小程序于 2018 年 7 月开始公测, 媒体预测年底之前很可能全面开放; 华为、Oppo、Vivo 等十大手机厂商则于 2018 年 3 月提出了“快应用”标准, 号称能够“覆盖近 10 亿部智能设备”。微信小程序的竞争对手可谓数量庞大、实力不小。
- 然而, 迄今为止, 微信小程序在各个维度上都对竞争对手形成了碾压: 截止 2018 年 6 月, 微信小程序日活用户已超过 2 亿, 是支付宝小程序的两倍左右; 微信小程序总数超过 100 万个, 是支付宝小程序的 50 倍左右。快应用、百度智能小程序与微信小程序的差距就更大了。腾讯不但拥有巨大的先发优势, 而且具备强有力的社交关系链, 并且在内容分发上具备无人能敌的经验。我们认为, 微信小程序几乎肯定会赢得“小程序之战”, 唯一的悬念是胜利会有多大、来得会有多快。

微信小程序: 腾讯在电商及新零售市场的支点

- 2018 年 5 月, 主要经营微信公众号及小程序电商后台 SaaS 的中国有赞在港股借壳上市; 7 月, 微信生态系统培育出来的超级电商平台拼多多在美股上市; 8 月, 又一个微信电商 SaaS 开发商微盟在港股提交上市申请。微信的电商导流效率已经得到反复证实。然而, 对于主流消费者和投资者来说, “微信究竟能不能做好电商” 还是一个争议中的话题。
- 自从 2014 年 3 月剥离电商业务、战略投资京东以来, 腾讯就没有了自有电商平台。微信赋予了京东极其珍贵的一级入口, 但是我们估计京东仅仅有 10-15% 的流量来自微信。最重要的是, 京东并不重视社交电商, 没有将社交传播和交叉导流作为一项战略重点。因此, 腾讯与京东的战略合作一直停留在资本层面, 在业务上缺乏实质性协同。在这一时期, 投资者普遍认为, 腾讯的社交平台可能天然就不适合电商导流。
- 拼多多的横空出世, 改变了人们的刻板印象: 早期几乎全部流量均来自微信群, 现在仍然有约半数用户直接来自小程序, 为微信传播途径量身定做拼团方法……可以说, 拼多多的模式只有在腾讯的微信、QQ 体系内才能成功。阿里也意识到了社交电商的威力, 一方面加强淘宝内部的群聊和推送机制, 一方面拓展支付宝的社交功能, 但是效果都不显著。所以, 阿里只能通过与微博、抖音合作的方式, 引入视频社交流量, 但是这与微信的强社交流量仍然有很大差距。在基于强社交的电商领域, 腾讯几乎形成了垄断, 唯一的问题是: 如何尽快扩大战果?
- 根据 Frost & Sullivan 的调查, 2017 年, 微信小程序用户在小程序内部的月均消费金额, 大部分集中在 200-500 元和 500-1000 元两个区间, 甚至有 18% 在 1000 元以上; 微信小程序用户购买最多的是服装鞋帽, 其次是

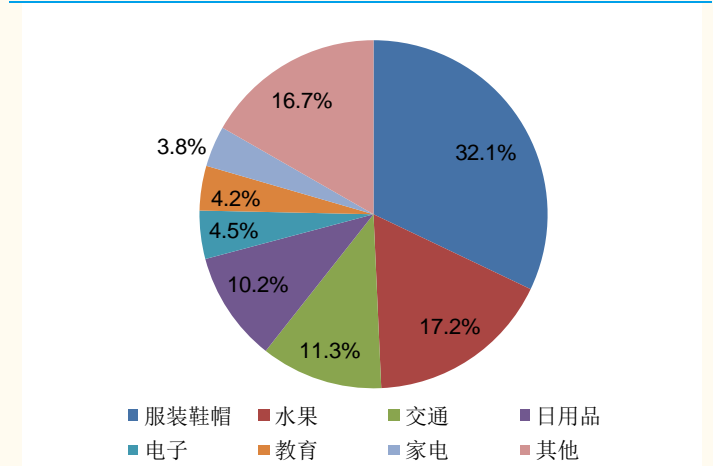
水果、交通、日用品等。这说明微信小程序用户的电商消费能力很强，消费范围很广，因此微信具备成为一个全能电商平台的潜力。不过，腾讯不会重新开展自营电商业务，从而与京东有本质区别；它会更加强调开放性和社交性、不急于变现，从而与阿里有本质区别。

图表 9：2017 年微信小程序用户月均消费金额



来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

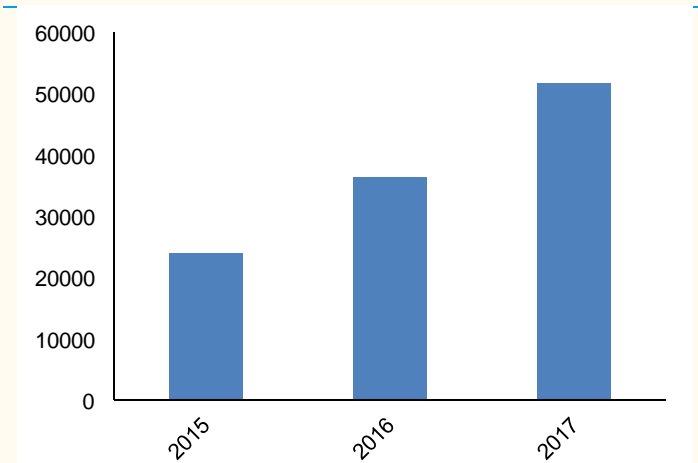
图表 10：2017 年微信小程序用户消费类别



来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

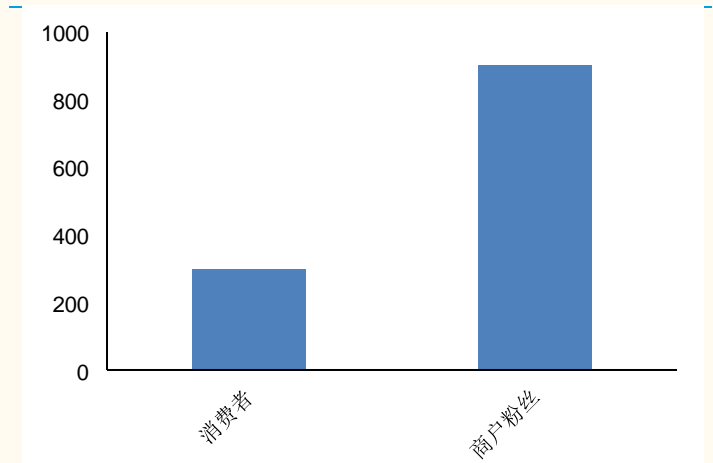
- 在 2018 年第二季报中，腾讯表示：微信小程序已经建立一个颇具规模的开发者生态系统，拥有大量而且仍在增加的外部开发者及软件集成商基础。换句话说，腾讯希望搭建一个框架，由第三方商户和服务商来填充这个框架。微盟是一个典型的微信公众号及小程序技术服务商，截止 2017 年底已经拥有超过 5 万付费企业用户，覆盖 3 亿消费者。我们估计，到 2018 年三季度，有赞、微盟两大服务商合计至少拥有 15 万付费企业用户，微信生态系统内的电商企业数量不低于 40 万个。我们认为，2017 年整个微信生态系统（包括公众号、小程序、二级入口和微商）的电商 GMV 很可能已经超过 1 万亿人民币，而且还在以 50% 以上的速度增长。微信很可能早已成为仅次于阿里、京东的第三大电商入口。

图表 11：2015-17 年微盟付费企业用户数量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 12：微盟累计覆盖消费者和商户粉丝（百万）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

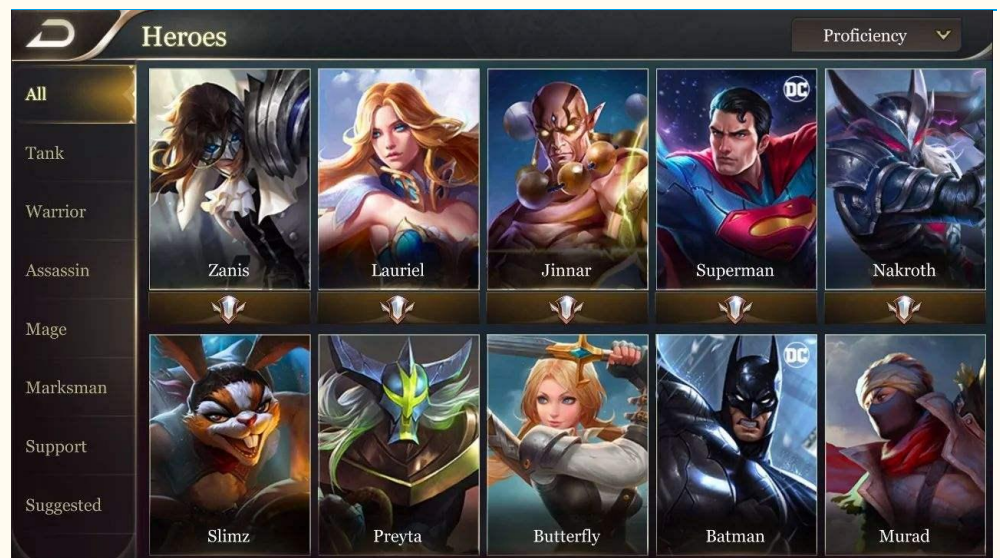
- 微信小程序在 O2O 领域的优势最为明显：小程序的三大入口是微信转发、搜索和 LBS，O2O 小程序能够获得天然流量。在小程序诞生前，微信支付早已引进了“线下扫码支付默认关注商家公众号”的设置，现在将公众号与小程序打通之后，用户留存率还能进一步加强。除了与千千万万的商户合作，腾讯还是中国最大的 O2O 平台——美团战略投资者，小程序能够为美团带来新的流量和应用场景。

- 然而，我们必须指出：腾讯尚未找到最适合小程序的变现途径，或者说尚不急于变现。目前，微信小程序可以通过内购（主要适用于游戏）和广告方式变现，两者的规模都比较小。我们认为，最好的方法是仿效阿里巴巴，即“电商搭台，广告变现”——持续增加微信小程序的商户数和电商 GMV，吸引商户在微信内部投放广告，实现流量的内部循环变现。这种商业模式需要极强的运营能力、较好的算法和足够多元化的生态系统，并非一朝一夕所能实现。我们预计，至少在 2020 年以前，腾讯仍然会侧重于强化小程序的生态系统和技术水平，而不是变现。

业务出海：以游戏为先锋，金融支付和电商为两翼

- 2018 年上半年，《王者荣耀海外版》取得了 1300 万日活用户和 3000 万美元月流水的战绩；7 月，《绝地求生之刺激战场》在海外吸引了 1400 万日活用户（不含日韩）和 2000 万美元流水。这只是腾讯手游出海战略的一个开始。除了自有产品，腾讯还战略投资了 Epic Games（《堡垒之夜》）和 Supercell（《部落冲突》《皇室战争》），并且一直在继续加强投资优质的海外手游开发商。在 2018 年雅加达亚运会上，入选电竞表演赛事的五个项目，有四个都是由腾讯或其战略合作伙伴开发。我们相信，随着电竞赛事的地位提升，腾讯的游戏出海也将水到渠成。

图表 13: 《王者荣耀海外版》包括超人、蝙蝠侠等欧美动漫人物

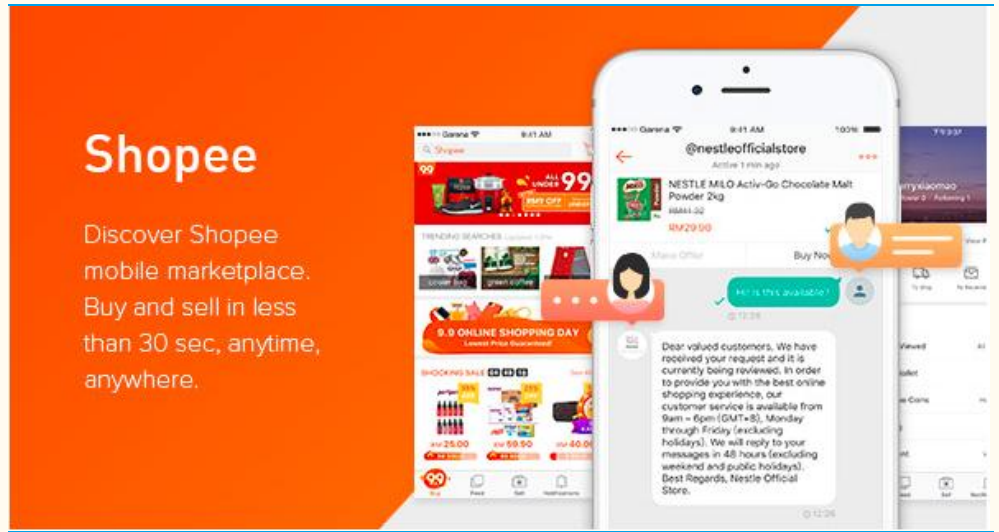


来源：游戏官网，国金证券研究所

- 在海外，腾讯缺乏微信、QQ 这样的超级流量入口，无法依托自有流量进行高效的发行和分发。但是，腾讯的产品优势仍非常明显，在世界范围内也很难找到一个与腾讯同等量级的移动电竞游戏开发商。2016 年以来，腾讯在东南亚、日韩、北美、欧洲等市场建立了庞大的本地运营团队，对当地买量市场也有了深入理解。事实上，发达国家的发行市场比较简单，只有 App Store、Google Play 两大分发渠道，以及 Google、Facebook 等少数买量渠道。只要具备优质产品，发行成功就是水到渠成。
- 游戏并非腾讯业务出海的全部。近年来，微信支付与支付宝一样，加强海外市场拓展：截止 2017 年底，微信支付已经接入 19 个国家和地区，仍然落后于支付宝（36 个国家和地区）；在香港地区，支付宝和微信支付均推出了服务香港本地用户的钱包版本，并已支持基本的充值、转账、线上/线下商户支付等功能。从今以后，我们预计微信支付将不满足于“做海外华人和旅行者的生意”，而是进步到“做当地人的生意”，香港市场只是一个开始，接下来可能是全面渗透到东南亚。
- 2017 年，腾讯加码投资东南亚游戏发行、数字媒体及电商巨头 Sea Group（原名 Garena），成为该公司最大股东。我们预计 Sea 将成为腾讯发展东

南亚电商及新零售业务的重要支点，甚至不排除在未来纳入腾讯并表体系。腾讯战略投资的京东也于 2017 年大举进军东南亚，建立本地电商、线下零售及物流网络；我们预计拼多多开始海外扩张也只是时间问题。

图表 14：腾讯是东南亚数字娱乐及电商平台 Sea 的最大股东



来源：公司官网，国金证券研究所

- 当然，在海外扩张方面，腾讯仍然逊于阿里一筹——阿里已经是印度最大的电商平台之一，控股的 Lazada 是东南亚最大的电商平台之一；仅仅在 2015-17 年，阿里就在东南亚、印度、韩国进行了至少六笔互联网金融战略投资。2018 年 3 月，蚂蚁金服董事长彭蕾调任 Lazada CEO，彰显了阿里加码东南亚市场的决心。我们预计腾讯会加快海外投资的速度、同时加大规模，以更好地抗衡阿里的全球扩张。

腾讯不缺乏短期变现手段，但是腾讯没有下决心使用

- 虽然监管趋严给短期业绩带来了压力，但是腾讯仍然拥有一些“杀手锏”，可以有效提升未来几个季度的收入和利润。不过，我们认为腾讯不会轻易使出这些“杀手锏”，不会将短期业绩置于长期战略之上。与此同时，腾讯的组织架构和决策机制，决定了它很少“自上而下”地强行推行某种变现措施，反而倾向于自然地、温和地进行寻找新的变现途径。

社交广告：微信流量仍然有富余，为何不急于广告变现？

- 2018 年二季度，腾讯的社交广告收入同比增长 55%，虽然增速惊人，但是仍然低于我们的预期（70%以上）。腾讯管理层表示，为了不妨碍用户体验，刻意控制了微信等重要应用的广告密度，今后也不会追求过度的广告变现。投资者担心：腾讯社交广告是否受到了今日头条（包括抖音）等竞品的冲击？社交广告的密度和价格还有多少提升空间？
- 经过对广告代理公司的调研，我们认为：腾讯旗下的主流移动应用可以按照流量趋势分为三大类：第一类包括手机 QQ、QQ 空间和天天快报，它们的流量和用户黏性都在下降，广告涨价空间不大；第二类包括腾讯新闻、QQ 浏览器和腾讯视频，它们的流量还在微弱上升，用户黏性尚可，有一些广告涨价空间；第三类就是微信（包括公众号、朋友圈、小程序），流量仍在上升，尤其是小程序经历了暴增过程，广告涨价也有较大的空间。

图表 15：腾讯旗下主要移动应用的流量趋势和广告价格空间

移动应用	流量趋势	涨价空间
手机 QQ	下降	不大
QQ 空间	下降	不大
天天快报	下降	不大
腾讯新闻	微弱上升	一般
QQ 浏览器	微弱上升	一般
腾讯视频	微弱上升	一般
微信公众号	上升	较大
微信朋友圈	上升	较大
微信小程序	大幅上升	较大

来源：国金证券研究所估算

- 可以看到，腾讯能够通过增加微信广告位的方法，高效地提升短期广告收入。今年 3 月下旬，腾讯将微信朋友圈的广告密度从“每天最多一条”上升到“每天最多两条”，同时开放了小程序内部广告。然而，事实证明，微信广告位的实际增速不高，大量微信用户在朋友圈仍然只能看到一条广告，小程序广告发布也很克制。今年 6 月，微信公众号改版为信息流界面，在一定程度上提高了阅读率，但是信息流内部也没有插入广告。
- 我们认为，从广告代理公司的反馈看，对微信朋友圈广告的需求非常强劲，但是腾讯不会轻易滥用这个广告入口。对小程序广告也有一些需求，问题在于小程序还处于严重碎片化状态，优质小程序（流量主）尚不多见，尚未充分做好广告变现的准备。我们估计，一个腰部小程序的年化广告收入上限在 1000-2000 万之间；换句话说，腾讯需要扶持数百个腰部或垂直小程序，才能为广告收入带来实质性增量。跳一跳、猜画小歌之类的头部小程序的广告收入潜力远远更大，但是它们数量太少。

图表 16：一个典型的小程序内嵌 Banner 广告



来源：微信小程序，国金证券研究所

- 腾讯在社交广告变现上的保守态度，也与技术不成熟有关。我们认为，目前微信广告的效果（ROI、CPC、CPA 等）已经比较高，但是与今日头条、阿里妈妈等相比尚有差距。尤其是在规模庞大的电商广告领域，微信的转化率有待提高。其中的主要原因有两个：第一，腾讯内部各事业群、各项目组的数据没有打通，处于“各自为战”状态，丰富的用户行为数据没有得到利用；第二，腾讯虽然在技术上投入很大，但是本质上不是“技术公司”，开发焦点放在用户体验而非技术。因此，腾讯需要解决以上问题、进一步巩固微信生态系统，才会强化微信广告变现。

移动游戏：腾讯的 IP 库存枯竭了？且慢下结论

- 2017 年底，腾讯推出《QQ 飞车》手游；2018 年一季度，又推出代理《奇迹：觉醒》、自研《QQ 炫舞》《QQ 华夏》。至此，腾讯及其战略合作伙伴的大部分优质端游 IP 都已经移植为手游，投资者不禁担心：在 IP 库存枯竭之后，腾讯手游的增长是否会大幅放缓？我们认为，这种担心并无道理，因为腾讯手游并不完全依赖既有 IP，而且 IP 库存也尚未枯竭。目前制约手游业务增长的主要因素是监管，而非 IP 枯竭。
- 截止 2018 年三季度，腾讯仍有大量优质端游 IP 尚未移植为手游：《地下城与勇士》《英雄联盟》《逆战》《冒险岛 2》《天涯明月刀》……尤其是《地下城与勇士》《英雄联盟》，至今仍在端游市场拥有千万级别的用户，一旦登陆移动平台，很可能创下与《王者荣耀》类似的热度。此外，腾讯的战略合作伙伴还拥有《剑网 3》《完美世界》《天堂 2》等热门端游，它们的手游版本都将由腾讯独家代理。由于腾讯手游发行业务非常强大，我们预计很多优质内容方都乐意把头部 IP 交给腾讯发行。
- 除了端游 IP，腾讯在文学、动漫、影视等方面也有丰厚的 IP 储备：腾讯旗下的阅文集团、腾讯动漫本来就是重要的 IP 发源地，近年来又通过并购方式扩大 IP 产出能力。在 2018 年 4 月的腾讯 UP 文创新生态活动日，腾讯一口气公布了《妖精的尾巴》《猎人》等日本动漫改编手游、《一人之下》《狐妖小红娘》等国产动漫改编手游、《斗破苍穹》《雪鹰领主》等国产小

说改编手游。我们估计，腾讯自研的《海贼王》手游和第二款《火影忍者》手游也将于 2019-20 年上线。此外，今年 7 月腾讯代理的《我叫 MT4》也是最早的国产动漫改编手游的续作。作为横跨多个细分行业的文化娱乐巨头，腾讯具备全产业链 IP 开发能力，是竞争对手无法比拟的。

图表 17：腾讯储备和已经拿下的超级 IP

IP 名称	类型	对标手游
逆战	FPS 端游	穿越火线之枪战王者
地下城与勇士	ACT 端游	无
英雄联盟	MOBA 端游	王者荣耀
天涯明月刀	RPG 端游	剑侠情缘、天龙八部
冒险岛 2	RPG 端游	奇迹：觉醒、魔力宝贝
完美世界	RPG 端游	剑侠情缘、天龙八部
剑网 3	RPG 端游	剑侠情缘、天龙八部
天堂 2	RPG 手游	奇迹：觉醒、魔力宝贝
海贼王	日本动漫	火影忍者、圣斗士星矢
妖精的尾巴	日本动漫	火影忍者、圣斗士星矢
猎人	日本动漫	火影忍者、圣斗士星矢
一人之下	国产动漫	我叫 MT4、秦时明月
狐妖小红娘	国产动漫	我叫 MT4、秦时明月
斗破苍穹	国产小说	诛仙、梦幻诛仙
雪鹰领主	国产小说	诛仙、梦幻诛仙

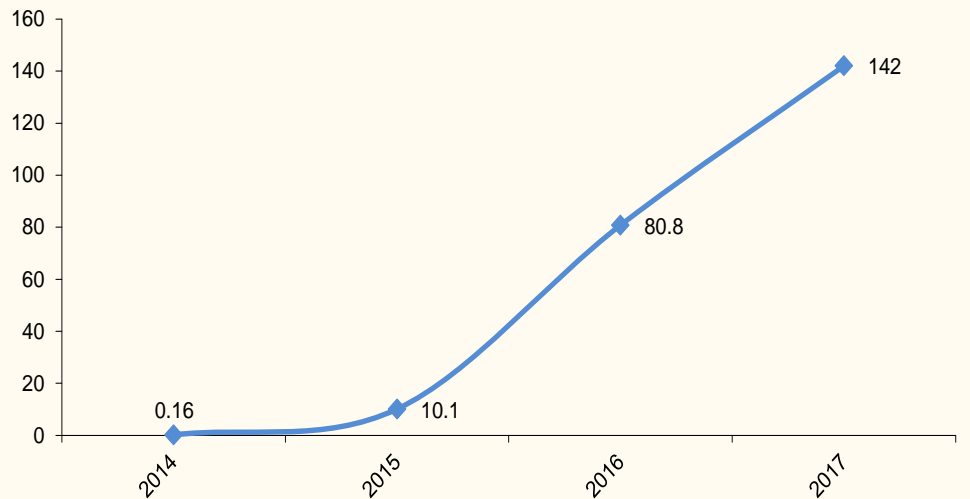
来源：国金证券研究所整理

- 我们预计，《地下城与勇士》《英雄联盟》《冒险岛 2》手游产品均已经在开发中，2019 年都有可能达到上线标准。由此可见，腾讯并不缺乏潜在的爆款产品，即使《王者荣耀》《QQ 飞车》等游戏出现衰减，新产品仍然可以及时顶上、带来新的增长。不过，国家的“游戏总量调控政策”给新产品的上线时间带来了巨大的不确定性，所以我们无法准确估计以上产品将在何时贡献收入和利润。一旦对游戏的监管稍微放松，腾讯仍然将凭借丰富的产品储备，成为新一轮增长中最大的受益者。

互联网金融：微信支付成功之后，变现之路依然艰难

- 2013 年 8 月，微信支付正式上线，当时支付宝在第三方支付领域几乎一家独大，在线上线下场景都占据绝对优势。微信支付推出早期，一度面临没有应用场景的窘境。但是，随着 2014 年春节“微信群红包”的流行，微信支付迎来了绑卡、交易量和交易额的大幅暴增，“社交+支付”的独特应用场景被打开。此后，腾讯通过滴滴出行、58 到家、大众点评等战略投资对象，打开了 O2O 应用场景；通过面对面扫码支付布点，打开了线下零售及餐饮应用场景。我们估计，截止 2018 年二季度，微信支付已经占据了线下第三方支付 60% 以上的市场，在线上只是略微落后于支付宝。
- 微信支付对腾讯的意义，超越了互联网金融本身。首先，频繁的群红包、微信转账、面对面付款等活动，加强了微信平台的活跃度；2017 年除夕，微信红包累计发放 142 亿个之多。其次，微信支付为腾讯的电商、新零售业务提供了支点；毫不夸张地说，如果没有微信支付，拼多多、公众号及小程序电商就不可能如此迅速的崛起。

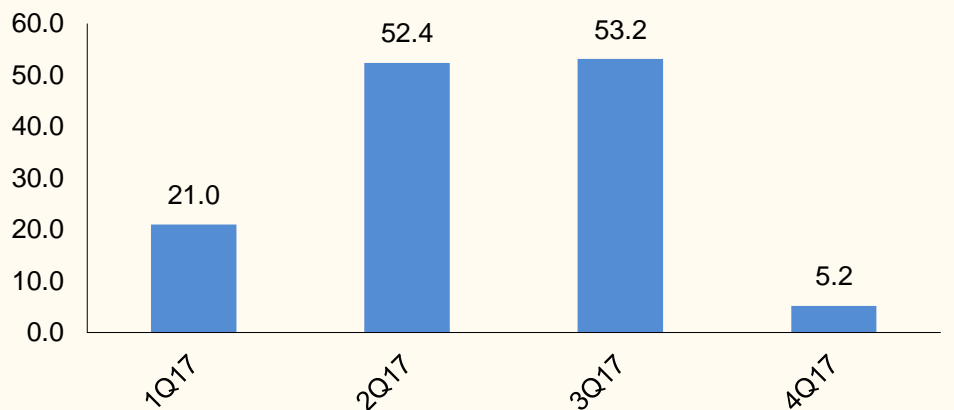
图表 18: 历年除夕微信红包发放数量 (亿个)



来源: 公司新闻, 国金证券研究所

- 然而, 微信支付的盈利能力非常低下。根据腾讯财务报表, 我们估计支付业务的毛利率仅为 20-25%, 营业利润率接近于 0%。相比之下, 蚂蚁金服在 2017 年二三季度税前利润突破 50 亿元, 此后才因为激进的补贴政策导致盈利下降。我们认为, 理财产品分销、小额贷款等高利润业务对蚂蚁金服的贡献很大, 而腾讯对开展这些业务比较保守, 或者只通过参股的微众银行开展。而且, 2018 年央行正在逐步将第三方支付机构的备付金纳入统一管理范围, 微信支付的利息收入将于 2019 年全部消失。

图表 19: 蚂蚁金服 2017 年各季度税前利润 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2017 年底, 腾讯获得了保险牌照并在微信开放入口。2018 年, 微信在现金管理、理财产品分发方面继续发力, 但是与蚂蚁金服的差距仍然明显。在国家对互联网金融的监管趋严的情况下, 我们预计腾讯的互联网金融变现步伐不会太快。虽然微信支付取得了有利的战略地位, 但是腾讯还无法高效地利用这个战略地位, 更无法将其变成利润增长引擎。我们认为, 在 2020 年之后, 腾讯才会找到高效的互联网金融变现途径。

财务分析

- 我们认为，游戏行业监管措施的收紧，严重影响了腾讯在 1-3 年内的业绩能见度。在小程序生态系统完善、业务出海取得更大进展之前，腾讯将面临业绩增长“青黄不接”的状态。我们对腾讯的长期战略地位具备充分的信心，但是对短期业绩的态度不如以前乐观。

短期及中期业绩能见度偏低，下调 2018-20 年预期

- 由于国家游戏监管政策趋严，版本号发放尚未恢复，“吃鸡”游戏无法变现，后续产品上线节奏也高度不确定，我们预计今年腾讯游戏业务收入增长会大幅减缓。我们预计 2019 年一季度，游戏版本号会恢复发放，可能会稍微提升游戏业务的收入增速，但是不会立竿见影。2019 年下半年以后，由于海外市场的成熟，游戏业务可能进入下一个增长周期。
- 腾讯的广告业务，尤其是以朋友圈、小程序、公众号和 QQ 看点为代表的社交广告，还有很大的增长空间，但是腾讯不会急于变现，而是坚持以用户体验为核心。小程序生态系统还在成熟之中，我们预计 2020 年左右才会迎来较大的商业成功。媒体广告的增速将持续减缓。

图表 20：腾讯损益表预测

人民币百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	237760	320532	405927	495139
YoY	56.5%	34.8%	26.6%	22.0%
-游戏	97,883	112,587	129,699	153,331
-社交网络	56,100	75,655	91,914	110,355
-广告	40,439	59,058	81,737	100,202
-其他业务	43,338	73,231	102,578	131,251
营业成本	120,835	170,306	215,498	260,635
毛利	116,925	150,226	190,430	234,503
毛利率	48.4%	46.9%	46.9%	47.4%
销售费率	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%
管理费率	13.9%	13.7%	13.7%	13.7%
-含：研发费率	7.3%	7.3%	7.5%	7.5%
EBIT	91123	88950	114938	143747
融资收入净额	488	267	412	413
分占联营公司盈利	821	1600	2800	4200
税前盈利	88215	89217	115331	144135
所得税率	17.9%	18.8%	18.3%	18.6%
净利润	72471	72450	94202	117388
归母净利润	71510	71581	93071	115979
YoY	74.0%	0.1%	30.0%	24.6%
扣非归母净利润	65,126	79,945	101,741	125,339
YoY	43.4%	22.8%	27.3%	23.2%
扣非 EPS	6.92	8.40	10.68	13.16

来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 社交网络增值服务收入将维持较快增长，其中一部分来自手游分账，一部分来自视频、音乐、文学等会员付费业务的强劲增长。继阅文集团于 2017 年上市之后，腾讯音乐已经于 2018 年递交上市申请。腾讯视频今年的会员增速很快；阅文集团计划收购新丽传媒，让腾讯在打造“娱乐 IP 全产业链”的道路上前进一大步。腾讯动漫、腾讯影业、企鹅影业也在快速发展之中。此外，腾讯在电竞直播方面的投入也很大，不但组织大型赛事，而且成为了虎牙、斗鱼两个头部直播平台的重要股东。

- 其他业务主要包括金融支付和云计算，其中金融支付的市场份额和交易笔数仍在上升，但是高利润业务的占比还很低；云计算业务受到了管理层的高度重视，我们认为腾讯将继续加大投入，与阿里云竞争。总而言之，“其他业务”是重要的收入增长引擎，但是对利润的贡献很小。
- 我们预计 2018-2020 年腾讯营业收入将分别增长 34.8%、26.6%、22.0%；扣非净利润将分别增长 22.8%、27.3%、23.2%。我们将 2018-2020 年扣非 EPS 的预期下调至人民币 8.40、10.68、13.16 元（此前的预期为 9.19、11.96、14.32 元）。

注意并表范围扩大导致的“超预期风险”

- 我们在上文反复指出了互联网监管政策趋严、游戏产品上线时间不定导致的“低于预期风险”，但是投资者也不应忽视“超预期风险”，这一风险主要来自并表范围的扩大。腾讯的机构投资者主要关注扣非(Non-GAAP)净利润指标，投资收益、公允价值变动收益均被剔除在外。在历史上，腾讯的战略投资大多以投资收益的形式体现在净利润中，并未得到资本市场的重视。然而，2018 年上半年，我们观察到了明显的变化：腾讯正在增持战略投资对象，并将其纳入联营公司范围，从而部分并表。
- 腾讯只披露了 2018 年上半年新增或增持的四家主要联营公司的投资规模和主营业务，我们估计这四家公司分别是拼多多、快手、斗鱼、盛大游戏。此外，腾讯还在“其他联营公司”上新增了 138 亿元投资，我们估计其中包括大批游戏、视频社交、电商、影视方面的公司。投资对象一旦被定义为联营公司，就将为腾讯贡献“分占联营公司盈利”，该项目是计入扣非净利润的。此前，腾讯最大的联营公司是京东。

图表 21：2018 年上半年腾讯新增或增持的联营公司

财报描述	新增投资规模	持股比例	估计实际身份
亚洲电子商务公司	10.19 亿美元	18%	拼多多
从事媒体及娱乐业务	47.32 亿人民币	44%	快手
从事媒体及娱乐业务	6.31 亿美元	43%	斗鱼
从事网络游戏业务	29.85 亿人民币	12%	盛大游戏
其他联营公司	137.99 亿元	未披露	不明

来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 目前，腾讯尚未披露主要联营公司的具体身份，更没有对它们的利润贡献做出官方预测。我们期待在年报中看到联营公司的更多细节。无论如何，扩大并表范围有助于腾讯更深入地参与战略投资对象的决策，使它们更好地服务于腾讯的生态系统。2017 年以来，阿里巴巴也采取了扩大并表范围的战略，很多新零售和 O2O 公司被控股甚至全资收购。我们不能排除腾讯采用类似战略，更加激进地扩大并表范围的可能性。

估值：以 DCF 为基础的 SOTP

- 我们以 DCF 作为腾讯估值的基础。我们认为，DCF 能够全面反映公司的战略地位、长期增长空间和抗风险能力，从而最适合为腾讯这样的互联网平台型公司估值。此外，我们加回战略投资、公允价值投资等“非核心业务”的价值，但是不包括“对联营或合营公司投资”的价值，因为它们的利润贡献已经体现在损益表之内。
- 我们的 DCF 基本假设是：8.8%的 WACC、3 年的第一阶段成长期、10 年的第二阶段成长期、15.6%的第二阶段增长率、5%的永续增长率和 12%的永续 ROIC。腾讯并未详细披露战略投资的市场价值，但是我们估计其中很多投资对象的估值都已经大幅提升，所以我们赋予其 2 倍 P/B 的估值；此外，净现金价值也按照账面价值加回。
- 综上所述，我们得出的腾讯目标价为 410 港元，维持“买入”评级。腾讯仍然是长期投资者分享中国互联网行业成长的最佳选择。

图表 22：腾讯控股 DCF 模型假设及结论

指标	数值
股权资本成本	8.8%
目标负债率	0%
WACC	8.8%
第一阶段成长期	3 年
第二阶段成长期	10 年
第二阶段增长率	15.6%
长期增长率	5.0%
长期 ROIC	12.0%
每股现金流价值 (人民币)	298.36
每股净现金与非核心价值 (人民币)	43.45
每股股权价值 (人民币)	341.82
人民币/港元汇率	1:1.144
目标价位 (港元)	410.00

来源：国金证券研究所预测

风险因素

- 我们认为，投资腾讯控股的主要风险包括：监管风险；新业务拓展风险；技术替代风险；战略投资减值风险；估值偏高的风险。
 - 作为互联网公司，监管风险是不可忽视的。游戏、视频、第三方支付等都属于国家严格监管的行业，政策变化可能难以预知。
 - 腾讯正在拓展包括金融支付、云计算、人工智能等在内的新业务，在这些领域已经存在强大的竞争对手，公司可能无法达到战略预期。
 - 技术是互联网公司的生命线，而腾讯的基础研究水平并不明显高于同行，因此存在技术进步带来的业务和产品替代风险。
 - 腾讯对外进行大量战略投资，而且信息披露细节较少；虽然腾讯每年都进行大量投资减值拨备，但是仍不能忽略战略投资减值的风险。
 - 按照 P/E 计算，腾讯的估值处于历史较高水平，也高于绝大部分可比公司，投资者应注意估值偏高的风险。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	189619	233883	287889	353124	营业额	237760	320532	405927	495139
现金及现金等价物	142421	172594	221328	277164	销售成本	120835	170306	215498	260635
交易用投资	-	-	-	-	毛利	116925	150226	190430	234503
应收款项	16549	17191	23402	21611	销售、一般性和行政开支 (含研究开发费用)	50703	67376	85042	103732
其他应收款	17110	24249	21619	28395	其他营业收入	24080	4500	6750	8775
存货	295	557	305	642	EBITDA	103742	106660	138848	172377
非流动资产	365053	398786	463508	541746	折旧和摊销	12619	17710	23910	28630
可供出售投资	127218	152662	206093	267921	EBIT	91123	88950	114938	143747
联营和共同控制实体的投资	144581	144581	144581	144581	融资收入净额	488	267	393	388
投资物业	800	800	800	800	分占联营和共同控制实体的溢利	821	1600	2800	4200
固定资产	23597	23494	25628	28242	除所得税前溢利	88215	89217	115331	144135
在建工程	3163	6000	7200	8640	所得税开支	15744	16766	21129	26746
土地使用权	5111	4089	3067	2044	除所得税后溢利	72471	72450	94202	117388
无形资产	40266	46844	55822	69200	非控制性股东应占溢利	961	869	1130	1409
总资产	554672	632669	751397	894869	股息	1499	8590	11634	15077
流动负债	151740	163785	197122	235561	母公司股东应占溢利	71510	71581	93071	115979
短期借款	15696	-	-	-	EPS	7.51	7.52	9.77	12.18
应付款项	54837	69199	85682	102883					
预收账款	-	-	-	-					
其他	81207	94586	111440	132678	主要财务比率				
非流动负债	125839	127930	130753	133476	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	82094	82094	82094	82094	成长性				
其他	43745	45836	48659	51382	营业额增长率	56.5%	34.8%	26.6%	22.0%
负债合计	277579	291715	327876	369037	EBIT 增长率	70.0%	-2.4%	29.2%	25.1%
股本	-	-	-	-	净利润增长率	74.9%	0.0%	30.0%	24.6%
储备	31188	31188	31188	31188	盈利能力				
保留溢利	202682	265673	347111	448013	EBIT/营业额	38.3%	27.8%	28.3%	29.0%
非控制性股东权益	21019	21888	23019	24427	EBITDA/营业额	43.6%	33.3%	34.2%	34.8%
总权益	277093	340954	423522	525832	毛利率	49.2%	46.9%	46.9%	47.4%
总负债和总权益	554672	632669	751397	894869	净利率	30.5%	22.6%	23.2%	23.7%
					ROE	27.9%	22.4%	23.2%	23.1%
					偿债能力				
					资产负债率	50.0%	46.1%	43.6%	41.2%
					流动比率	1.25	1.43	1.46	1.50
					速动比率	1.23	1.41	1.45	1.49
					营运能力				
					资产周转率	0.43	0.51	0.54	0.55
					应收帐款周转率	17.81	19.00	20.00	22.00
					应付账款周转率	5.55	5.17	5.24	5.25
					存货周转率	433.10	400.00	500.00	550.00
					每股资料				
					每股收益	7.51	7.52	9.77	12.18
					每股经营现金流	11.15	11.12	15.66	18.71
					每股净资产	26.89	33.51	42.06	52.65
					估值比率(倍)				
					PE	36.38	36.35	27.95	22.43
					PB	10.16	8.15	6.50	5.19
					EV/EBITDA	30.20	22.92	17.15	13.30

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH