

【广发海外】腾讯控股 (0700.HK)

**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**

核心观点：

一、18Q3 收入 (+23.6%) 和 NonGAAP 归母净利润 (+15.5%) 增速符合我们预期，**超市场预期，GAAP 归母净利润 (+29.6%) 超我们和市场预期。18Q3 其他收益净额 88 亿**，主要是美团点评等投资公司增值收益，以及部分投资公司减值拨备。18Q3 毛利率 44.0%，低毛利率的 B 端业务收入占比持续提升拉低了毛利率。销售费用率和管理费用率分别为 8.2% 和 13.4%。实现归母净利润率 29.0%，NonGAAP 归母净利率为 24.5%。

二、C 端业务：1、微信 MAU 达 10.82 亿，付费用户同比+23%。2、**手游 Q3 收入环比 +11%**，新游贡献较多增量，不过 Q4 季节性因素及头部新游数量偏少，预计环比回落；**储备 15 款有版号手游待上线**，其中《地下城与勇士》(其端游收入 TOP2)、《剑网 3: 指尖江湖》(金山的核心游戏 IP)、《极品飞车》等重点手游上线时间值得关注，将较大影响明年增量。PC 游戏受版号影响缺少增量游戏，呈下滑态势。3、**社交网络稳健增长**，视频付费用户 8,200 万，同比+79%及环比+10%，音乐业务亦快速增长。Q4 上线《吐槽大会》《我就是演员》《将夜》等诸多独播综艺和影视剧，将继续推动视频业务增长。

三、B 端业务快速增长。1、**广告收入提速反映微信、小程序、视频等广告具较大增长潜力**。朋友圈广告于 3 月底增加广告位后，填充率和曝光率逐渐提升，同时小程序广告快速增长，视频广告受优质内容驱动增长，新闻广告填充率提升实现收入增长。游戏是重要广告主，游戏行业不利因素或对广告有负面影响，不过广告是流量变现，腾讯系 APP 9 月总时长占比较 7 月回升。另外，腾讯广告加载不高，亦在积极拓展其他 B 端客户。

2、**支付业务快速向线下场景渗透**，线下日均交易量同比增长 2 倍，受备付金交存影响，毛利率环比下降，预计 Q4 及明年仍会下降，但毛利润有望维持平稳略增。3、**云业务保持翻倍增长**，与阿里云市占率差距逐渐缩小。腾讯将云与智慧产业升级为一级事业群，是重点拓展的板块。

四、**维持“买入”评级**。预计 18~20 年归母净利润分别为人民币 829 亿元、928 亿元、1,117 亿元，EPS 分别为人民币 8.70 元、9.75 元、11.73 元，当前股价对应 18~20 年 PE 分别为 28 倍、25 倍和 21 倍。预计 18~20 年 NonGAAP 归母净利润分别为人民币 771 亿元、913 亿元、1,112 亿元，NonGAAP EPS 分别为人民币 8.10 元、9.59 元、11.68 元，当前股价对应 18~20 年 PE 分别为 30 倍、25 倍和 21 倍。对各业务单独估值加总，估算腾讯估值约 4,516 亿美元 (约人民币 3.14 万亿元或 3.54 万亿港元)。

腾讯正处于战略升级阶段，增长点从过去 20 年以 C 端为主转向未来 C 端+B 端双驱动。B 端生态处于快速成长中，收入和毛利占比不断提升 (18Q3 分别占 45% 和 30%，较 Q2 均有提升)，是未来重要增长点。政策因素导致 C 端游戏增长受阻。游戏政策底时间尚不确定，或将影响明年增长，短期股价或仍波动。公司社交核心优势未变，金融、云、广告还在快速增长，小程序助力产业互联网快速渗透，中长期不悲观。

六、**风险提示**：游戏版号暂停，《绝地求生》无法变现，游戏增量受阻；新游流水不达预期；广告增长不达预期；备付金利息下降；支付和云服务行业竞争致费用提升。

盈利预测：

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万RMB)	151,938	237,760	310,138	395,512	512,285
增长率(%)	47.7%	56.5%	30.4%	27.5%	29.5%
EBITDA(百万RMB)	62,550	89,724	104,973	130,054	157,368
净利润(百万RMB)	41,095	71,510	82,869	92,825	111,671
增长率(%)	42.7%	74.0%	15.9%	12.0%	20.3%
EPS (元/股)	4.32	7.51	8.70	9.75	11.73
市盈率 (P/E)	56	32	28	25	21
市净率 (P/B)	13	9	7	6	4
EV/EBITDA	78.9	55.0	47.0	37.9	31.4

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	272.2 港元
前次评级	买入
报告日期	2018-11-15

相对市场表现



分析师：杨琳琳，S0260514050004



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发海外】腾讯控股 2018-10-14 (0700.HK) — 战略升级发力 B 端，Q3 多款重度新游贡献增量，有版号手游有一定储备，备付金影响可控
- 【广发海外】腾讯控股 2018-08-19 (0700.HK) — 版号未定短期拖累业绩，视频付费超预期，广告仍有高增长空间，小程序快速渗透，加速 B 端生态构建
- 【广发海外】腾讯控股 2018-07-23 (0700.HK) 首次覆盖 — 社交+商业帝国，C 端稳健增长，B 端生态加速 20180722
- 【广发海外】互联网行业趋势研究之小程序：基于微信生态，重构流量入口，3 个视角构想商业生态 2018-05-27

点评:

一、18Q3收入和NonGAAP归母净利润增速符合我们预期，超市场预期，GAAP归母净利润超我们和市场预期。18Q3收入和NonGAAP归母净利润分别同比增长23.6%和15.5%，GAAP归母净利润同比增长29.6%。

NonGAAP归母净利润经调整减少36亿元，主要是减值拨备129亿元+股份酬金35亿元+无形资产摊销9亿元-投资公司收益208亿元。18Q3其他收益净额88亿（17Q3为39亿），主要是美团点评、拼多多、趣头条、蔚来汽车等投资公司IPO所得公允价值增值收益，以及游戏、娱乐及电商领域部分投资公司减值拨备。

18Q3毛利率为44.0%，同比和环比分别下降4.6和2.7个百分点，主要由于低毛利率的支付和云业务收入占比不断提升。销售费用率和管理费用率分别为8.2%和13.4%，同比变化均不到1个百分点。实现归母净利润率29.0%；NonGAAP归母净利率为24.5%，同比下降2.2个百分点，环比提升1.9个百分点。

截至9月底，公司于上市投资公司（不包括附属公司）权益的公允价值合共为人民币2,731亿元（截至18Q2为2,397亿元）。

二、C端业务：1、微信MAU仍增长，付费用户仍有较快增长。2、手游Q3收入环比+11%，新游贡献较多增量，不过Q4季节性因素及头部新游数量偏少，预计环比回落，储备15款有版号手游待上线。3、社交网络稳健增长，视频付费用户8,200万，同比+79%及环比+10%，音乐业务亦快速增长。

截至18Q3微信月活用户10.82亿，同比增长10.5%，环比增长2.3%。收费增值服务注册账户数达到1.54亿，同比增长23%，环比持平。微信活跃度提升，主要受益于小程序及微信支付的使用场景迅速扩大。

1、网游：18Q3收入实现258亿元，同比下降3.8%，环比增长2.4%，收入占比降至32%。截至Q3递延收入为420亿，环比增长2.8%。

手游Q3增长基本符合我们预期。18Q3收入实现195亿元，同比和环比分别增长7%和11%，Q3发布10款新游，其中《我叫MT4》《自由幻想手游》及《圣斗士星矢》贡献较多增量。《王者荣耀》付费用户环比增长，主要受益于旺季及新皮肤数量增多（新上线13款皮肤，比Q2多5款）。《绝地求生》海外流水仍增长，7月月流水超2千万美元，9月中旬DAU超2,000万（不含日韩）。《王者荣耀》海外版月流水超3千万美元。

从Q4已上线新游表现及季节性因素看，我们预计Q4手游收入环比回落。Q4新游《红警OL》预计贡献主要增量，自10月17日上线后位居iOS畅销榜TOP10。根据财报，腾讯储备15款有版号手游待上线，大部分是基于已有IP的角色扮演游戏及动作类游戏。我们梳理了腾讯储备的40多款手游，已有版号的重点手游包括《地下城与勇士》（其端游收入TOP2）、《极品飞车》、《剑网3：指尖江湖》（金山的核心游戏IP）等。

PC游戏缺少增量游戏，呈下滑态势。18Q3收入实现124亿元，同比和环比分别下降15%和4%，但流水（递延前）环比增加，主要因旺季因素及《穿越火线》、《地下城与勇士》与体育类游戏的内容更新。11月IG在英雄联盟全球总决赛成为中国首支夺冠的电竞团队，比赛观战人数创纪录。

2、社交网络：18Q3收入实现182.36亿元（YoY+19%），收入占比22.6%，视频、直播推动收入增长。腾讯视频订购用户达8,200万，同比增长79%及环比增长10%，三部电视剧（《扶摇》《如懿传》《沙海》）及动画系列（《斗罗大陆》）推动订购量增长。Q4上线《吐槽大会》《我就是演员》《将夜》等诸多独播综艺和影视剧，将继续推动视频业务增长。截至18Q3收费增值服务注册账户数1.54亿，同比增长23%。

三、B端业务快速增长。1、广告收入提速反映微信、小程序、视频等广告具较大增长潜力。朋友圈广告于3月底增加广告位后，填充率和曝光率逐渐提升，同时小程序广告快速增长，视频广告受优质内容驱动增长，新闻广告填充率提升实现收入增长。**2、支付业务快速向线下场景渗透**，线下日均交易量同比增长2倍，受备付金交存影响，毛利率环比下降，预计Q4及明年仍会下降，但毛利润有望维持平稳略增。**3、云业务保持翻倍增长**，与阿里云市占率差距逐渐缩小。腾讯将云与智慧产业升级为一级事业群，是重点拓展的板块。

1、广告增长超市场预期：18Q3收入162.5亿，同比增长47%，增速较Q2提升8.1个百分点，收入占比提升至22%，毛利率为36.7%，同比略增。游戏是重要广告主，游戏行业不利因素或对广告有负面影响，不过广告是流量变现，腾讯系APP 9月总时长占比较7月回升。另外，腾讯广告加载不高，正统一广告平台提升协同性，同时在积极拓展其他B端客户，我们仍看好广告增长潜力。

社交及其他广告：18Q3收入实现111.6亿元（YoY+61%），朋友圈广告于3月底增加广告位后，填充率和曝光率逐渐提升，同时小程序广告快速增长。同时腾讯通过与本地广告代理商合作，将微信支付商户转化为广告主，为微信朋友圈扩大长尾广告主基数。

媒体广告：18Q3收入实现50.9亿（YoY+23%），受益于热播综艺和影视剧，视频广告收入同比增长34%及环比增长13%。由于广告填充率提升，新闻广告收入录得同比增长，但由于第三季的体育赛事少于第二季，收入环比略有下降。

2、支付及云服务等其他业务：18Q3收入增长强劲，实现203亿元（YoY+69%，QoQ+16%），受备付金集中交存影响，毛利率环比下降2.1个百分点至22.8%，同比提升2.5个百分点。根据我们测算，备付金集中交存对支付业务收入影响不大，对毛利率有所影响，预计下半年和明年毛利率会有所下降，而毛利润有望维持平稳略增。

支付：截至6月末支付月活账户超8亿；18Q3日均成交量同比增长超50%（较Q2提速），线下日均商业支付交易量同比增长200%，增长强劲。腾讯将金融科技服务扩展至财富管理、小微贷款及保险领域。理财通在其基金产品系列中加入养老基金，截至Q3末，其资产保有量超过人民币5,000亿元。微粒贷管理的贷款额保持快速增长，同时不良贷款率保持低于行业水平。

云服务：收入保持同比翻倍增长，环比2位数百分比增长。前3季度云业务收入达60亿元，腾讯市占率与阿里差距逐渐缩小（阿里云前3季度收入148亿元）。云服务付费客户数同比3位数百分比增长。腾讯云服务在游戏及直播领域维持领先地位，并扩大了在金融及零售等其他行业的市场份额。

四、维持“买入”评级。预计2018~2020年GAAP净利润分别为人民币829亿元、928亿元、1,117亿元，2018~2020年GAAP EPS分别为人民币8.70元、9.75元、11.73元，当前股价对应2018~2020年PE分别为28倍、25倍和21倍。预计2018~2020年

NonGAAP归母净利润分别为人民币771亿元、913亿元、1,112亿元。NonGAAP EPS分别为人民币8.10元、9.59元、11.68元，当前股价对应2018~2020年PE分别为30倍、25倍和21倍。

腾讯正处于战略升级阶段，增长点从过去20年以C端为主转向未来C端+B端双驱动。B端生态处于快速成长中，收入和毛利占比不断提升（18Q3分别占45%和30%，较Q2均有提升），是未来重要增长点。今年政策因素导致C端游戏增长受阻。游戏政策底时间尚不确定，或将影响明年增长，短期股价或仍波动。公司社交核心优势没变，金融、云、广告还在快速增长，小程序助力产业互联网快速渗透，中长期不悲观。

我们对公司每块业务进行单独估值并加总，估算公司估值为4,516亿美元（约人民币3.14万亿元或3.54万亿港元）。考虑游戏增长受阻、行业增长放缓、及一二级市场估值下行，我们下调了游戏收入及估值，下调了各业务估值及投资公司估值，游戏+广告+社交网络业务估值合计2,553亿美元，金融科技+云业务+小程序+投资合计估值1,963亿美元。

五、风险提示：微信用户流失或使用时间下降风险；游戏行业增速放缓，《王者荣耀》流水下降风险，新游戏流水表现不达预期；战术竞技类游戏商业化时间和商业化能力有不确定性；因广告增加影响用户体验，广告填充率不达预期；腾讯支付和云服务行业竞争，造成推广费用高企，盈利有不确定性；备付金利息减少影响支付业务收入和毛利率；小程序推广进程不达预期，商业化不达预期。

表 1: 腾讯分业务预测表 (人民币亿元)

营业收入	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	351	368	421	399	469	421	440	424	807	1,078	1,540	1,754	1,923	2,200
网络游戏	228	239	268	244	288	252	258	237	566	708	979	1,035	1,053	1,162
PC 游戏	141	136	146	128	141	129	124	118	353	447	551	512	491	496
手游	129	148	182	169	217	176	195	174	213	377	628	762	809	944
社交网络收入	123	129	153	156	181	169	182	187	241	370	561	719	870	1,038
网络广告	69	101	110	124	107	141	162	182	175	270	404	593	862	1,235
社交及其他广告	44	61	69	81	74	94	112	129	88	154	255	409	638	972
媒体广告	25	41	41	41	33	47	51	53	87	115	148	184	224	263
其他业务	76	97	120	141	160	175	203	217	47	172	433	755	1,170	1,688
合计	496	566	652	664	735	737	806	823	1,029	1,519	2,378	3,101	3,955	5,123
收入增速	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	40.6%	43.3%	50.6%	36.8%	33.5%	14.3%	4.6%	6.2%	27.4%	33.6%	42.8%	13.9%	9.6%	14.4%
网络游戏	33.5%	39.3%	47.8%	31.9%	26.2%	5.6%	-3.8%	-2.7%	26.4%	25.2%	38.2%	5.7%	1.7%	10.3%
PC 游戏	24.0%	29.0%	27.0%	13.0%	0.0%	-5.1%	-15.1%	-8.0%	5.2%	26.8%	23.2%	-7.1%	-4.1%	1.0%
手游	72.0%	54.2%	83.8%	57.9%	68.2%	18.9%	7.1%	2.7%	90.2%	77.0%	66.6%	21.3%	6.3%	16.6%
社交网络收入	56.1%	51.3%	55.8%	45.3%	47.2%	30.3%	19.3%	20.0%	29.8%	53.5%	51.8%	28.2%	21.0%	19.3%
网络广告	46.5%	55.4%	48.2%	49.1%	55.2%	39.0%	47.1%	47.3%	110.3%	54.4%	49.9%	46.5%	45.5%	43.3%
社交及其他广告	72.9%	61.0%	58.4%	68.0%	68.8%	54.5%	61.2%	59.0%	172.0%	75.4%	65.2%	60.2%	56.0%	52.5%
媒体广告	15.7%	48.0%	33.8%	22.0%	31.5%	16.0%	23.5%	27.8%	72.0%	32.3%	29.4%	24.0%	22.0%	17.0%
其他业务	224.3%	177.5%	142.6%	120.6%	111.2%	81.2%	68.5%	54.2%	57.2%	263.1%	152.6%	74.2%	55.0%	44.3%
合计	54.9%	58.6%	61.5%	51.4%	48.4%	30.2%	23.6%	24.0%	30.3%	47.7%	56.5%	30.4%	27.5%	29.5%
收入占比	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	70.9%	65.0%	64.6%	60.2%	63.8%	57.1%	54.7%	51.5%	78.4%	71.0%	64.8%	56.6%	48.6%	42.9%
网络游戏	46.0%	42.2%	41.2%	36.7%	39.1%	34.2%	32.0%	28.8%	55.0%	46.6%	41.2%	33.4%	26.6%	22.7%
PC 游戏	28.5%	24.0%	22.4%	19.3%	19.2%	17.5%	15.4%	14.3%	34.3%	29.4%	23.2%	16.5%	12.4%	9.7%
手游	26.0%	26.1%	27.9%	25.5%	29.5%	23.9%	24.2%	21.1%	20.7%	24.8%	26.4%	24.6%	20.5%	18.4%
社交网络收入	24.8%	22.9%	23.4%	23.5%	24.6%	22.9%	22.6%	22.7%	23.4%	24.3%	23.6%	23.2%	22.0%	20.3%
网络广告	13.9%	17.9%	16.9%	18.6%	14.5%	19.2%	20.2%	22.1%	17.0%	17.8%	17.0%	19.1%	21.8%	24.1%
社交及其他广告	8.8%	10.7%	10.6%	12.3%	10.1%	12.7%	13.8%	15.7%	8.6%	10.2%	10.7%	13.2%	16.1%	19.0%
媒体广告	5.1%	7.2%	6.3%	6.2%	4.5%	6.4%	6.3%	6.4%	8.4%	7.5%	6.2%	5.9%	5.7%	5.1%
其他业务	15.2%	17.1%	18.5%	21.2%	21.7%	23.7%	25.2%	26.4%	4.6%	11.3%	18.2%	24.3%	29.6%	33.0%
合计	100%													
毛利率	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
互联网增值服务	60.9%	60.6%	59.9%	59.3%	63.3%	59.0%	56.5%	54.5%	64.8%	65.1%	60.1%	58.4%	58.0%	57.2%
网络广告	34.8%	37.8%	36.3%	37.2%	31.2%	37.4%	36.7%	37.0%	48.8%	42.9%	36.7%	36.0%	38.5%	39.6%
其他产品	21.9%	22.4%	20.3%	22.8%	25.4%	24.9%	22.8%	21.5%	9.7%	16.0%	21.9%	23.5%	22.0%	23.3%
合计	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.4%	46.8%	44.0%	41.9%	59.5%	55.6%	49.2%	45.6%	43.1%	41.8%
GAAP EPS	1.52	1.91	1.89	2.18	2.45	1.88	2.45	1.93	3.03	4.32	7.51	8.70	9.75	11.73
NonGAAP EPS	1.49	1.72	1.79	1.83	1.92	2.07	2.07	2.04	3.39	4.77	6.84	8.10	9.59	11.68

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)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3E	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	496	566	652	664	735	737	806	823	1,029	1,519	2,378	3,101	3,955	5,123
营业成本	241	283	335	349	365	392	451	478	416	674	1,208	1,686	2,250	2,982
其他收益净额	32	51	39	79	76	25	88	30	19	36	201	219	170	170
销售费用	32	37	48	60	56	64	66	76	80	121	177	261	316	415
管理费用	70	82	91	88	94	99	109	104	168	225	331	406	479	594
财务费用	7	8	5	9	7	12	15	11	16	20	29	44	47	56
除税前溢利	182	222	230	247	297	222	266	213	362	516	882	998	1,118	1,348
归属母公司净利润	145	182	180	208	233	179	233	184	288	411	715	829	928	1,117
Non-GAAP 归母净利润	142	164	171	175	183	197	197	194	323	454	651	771	913	1,112
GAAP EPS(元/股)	1.52	1.91	1.89	2.18	2.45	1.88	2.45	1.93	3.03	4.32	7.51	8.70	9.75	11.73
NonGAAPEPS(元/股)	1.49	1.72	1.79	1.83	1.92	2.07	2.07	2.04	3.39	4.77	6.84	8.10	9.59	11.68
主要比率	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.4%	46.8%	44.0%	41.9%	59.5%	55.6%	49.2%	45.6%	43.1%	41.8%
销售费用率	6.4%	6.5%	7.4%	9.1%	7.6%	8.6%	8.2%	9.2%	7.8%	8.0%	7.4%	8.4%	8.0%	8.1%
管理费用率	14.2%	14.4%	13.9%	13.3%	12.8%	13.4%	13.5%	12.6%	16.4%	14.8%	13.9%	13.1%	12.1%	11.6%
财务费用率	1.4%	1.5%	0.8%	1.3%	0.9%	1.6%	1.2%	1.3%	1.6%	1.3%	1.2%	1.4%	1.2%	1.1%
税前利润率	36.7%	39.2%	35.3%	37.2%	40.4%	30.1%	33.0%	25.9%	35.2%	34.0%	37.1%	32.2%	28.3%	26.3%
所得税率	20.3%	18.0%	21.7%	12.6%	19.3%	16.2%	12.1%	12.4%	19.6%	19.7%	17.8%	15.2%	15.1%	15.2%
归属母公司净利率	29.3%	32.2%	27.6%	31.3%	31.7%	24.3%	29.0%	22.3%	28.0%	27.0%	30.1%	26.7%	23.5%	21.8%
NonGAAP 净利率	28.7%	29.0%	26.2%	26.3%	24.9%	26.8%	24.5%	23.5%	31.4%	29.9%	27.4%	24.9%	23.1%	21.7%
YoY	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	54.9%	58.6%	61.5%	51.4%	48.4%	30.2%	23.6%	24.0%	30.3%	47.7%	56.5%	30.4%	27.5%	29.5%
归属母公司净利润	57.6%	70.1%	69.8%	98.1%	60.6%	-1.8%	29.6%	-11.6%	21.0%	42.7%	74.0%	15.9%	12.0%	20.3%
Non GAAP 归母净利润	41.7%	44.8%	45.4%	41.5%	28.9%	20.3%	15.5%	11.0%	33.2%	40.8%	43.4%	18.4%	18.4%	21.7%
QoQ	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13.0%	14.2%	15.2%	1.8%	10.7%	0.2%	9.4%	2.2%						
归属母公司净利润	38.1%	25.5%	-1.1%	15.6%	12.0%	-23.3%	30.6%	-21.2%						
Non GAAP 归母净利润	15.2%	15.3%	4.1%	2.2%	4.9%	7.7%	0.0%	-1.7%						

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

附、18Q3 业务详细回顾及重点业务分析测算

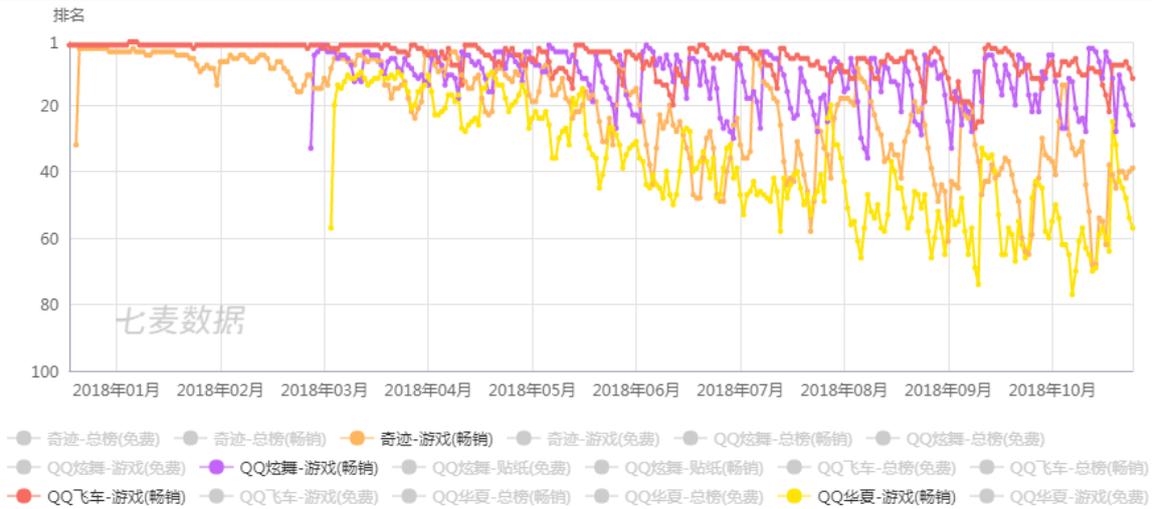
一、游戏: Q3 多款新游贡献增量, 储备主要 40 多款手游中 17 款有版号 Q3 新游中《我叫MT4》《自由幻想》《圣斗士星矢》《万王之王》上榜月度畅销 TOP10。《我叫MT4》上线以来基本位居iOS畅销榜TOP5, 根据伽马发布的《2018年8月移动游戏市场简报》, 《我叫MT》首月流水超10亿。《自由幻想》《圣斗士星矢》上线后2个月位居TOP10, 但Q4排名逐渐下降。季末上线的《斗破苍穹》至今位居iOS畅销榜5位左右, 将为Q4贡献增量。《红警OL》于10月17日上线以来位居iOS畅销榜TOP10。

表3: 18Q1~Q3上线游戏及至今表现

序号	游戏名称	上线时间	游戏类型	自研/代理	iOS 畅销榜排名情况	iOS 下载榜最高排名	iOS 畅销榜最高排名
Q1 上线手游							
1	QQ 飞车	2017 年 12 月 27 日	竞速	自研	Q3 基本位居 TOP10	1	1
2	奇迹: 觉醒	2018 年 1 月 13 日	MMORPG	代理	Q1 位居 TOP10, Q2 位居 TOP20, Q3 位居 30 名左右	5	3
3	择天记	2018 年 1 月 24 日	MMORPG	自研		28	13
4	全民岛主	2018 年 1 月 30 日	休闲社交	代理		96	144
5	绝地求生: 刺激战场	2018 年 2 月 8 日	FPS	自研		2	
6	绝地求生: 全军出击	2018 年 2 月 8 日	FPS	自研		1	
7	真龙霸业	2018 年 3 月 8 日	SLG	自研		68	21
8	QQ 炫舞	2018 年 3 月 13 日	音乐舞蹈	自研	3~5 月位居 10 名左右, 6 月至今维持 20 名左右	1	2
9	QQ 华夏	2018 年 3 月 19 日	MMORPG	自研		7	14
10	消除者联盟	2018 年 3 月 26 日	消除类	自研		1	
Q2 上线手游							
1	轻松跑得快	2018 年 4 月 10 日	棋牌类	自研		3	483
2	我的王朝	2018 年 4 月 26 日	SLG	自研		9	29
3	拳皇命运	2018 年 5 月 16 日	动作游戏	代理	5~6 月位居 TOP30, Q3 排名下降较快	1	3
4	FIFA 足球世界	2018 年 5 月 24 日	体育类	代理	5~6 月位居 TOP10, 7 月至今位居 TOP30	1	3
5	传奇世界 3D	2018 年 5 月 29 日	MMORPG	代理		1	6
6	云裳羽衣	2018 年 6 月 27 日	女性换装类	代理		1	7
7	魔力宝贝	2018 年 6 月 13 日	角色扮演	代理	排名下降较快	1	1
Q3 上线手游							
1	自由幻想	2018 年 7 月 3 日	MMORPG	代理	7 月位居 TOP5, 8 月至 9 月中旬位居 TOP10, 9 月中旬以来下降至 20 多名	1	2
2	妖神记	2018 年 7 月 19 日	卡牌	代理		2	11
3	我叫 MT4	2018 年 7 月 26 日	MMORPG	代理	Q3 位居 TOP5	1	2
4	圣斗士星矢	2018 年 8 月 2 日	角色扮演	自研	上线至今位居 10 名左右	1	2
5	电击文库-零境交错	2018 年 8 月 7 日	角色战斗手游	代理	8 月位居 TOP20, 9 月至今排名下降较快	1	7
6	疯狂动物城	2018 年 8 月 16 日	消除	自研		1	66
7	万王之王 3D	2018 年 8 月 21 日	角色扮演	代理	上线至今基本位居 TOP15	1	4
8	全民冠军足球	2018 年 9 月 11 日	体育类	代理	位居 40 名左右	2	23
9	斗破苍穹: 斗帝之路	2018 年 9 月 19 日	角色扮演	自研	上线至今基本位居 TOP10	1	4
10	初音未来: 梦幻歌姬	2018 年 9 月 26 日		代理		3	81
Q4 上线手游							
1	全民主公 2	2018 年 10 月 8 日	塔防卡牌	代理			
2	生存日记	2018 年 10 月 10 日	冒险解谜	代理			
3	轩辕剑 Online	2018 年 10 月 12 日	MMO	代理		3	34
4	红警 OL	2018 年 10 月 17 日	战争策略	代理	上线至今基本位居 TOP10	1	3
5	仙剑奇侠传四	2018 年 11 月 7 日	仙侠 MMO	代理		2	11

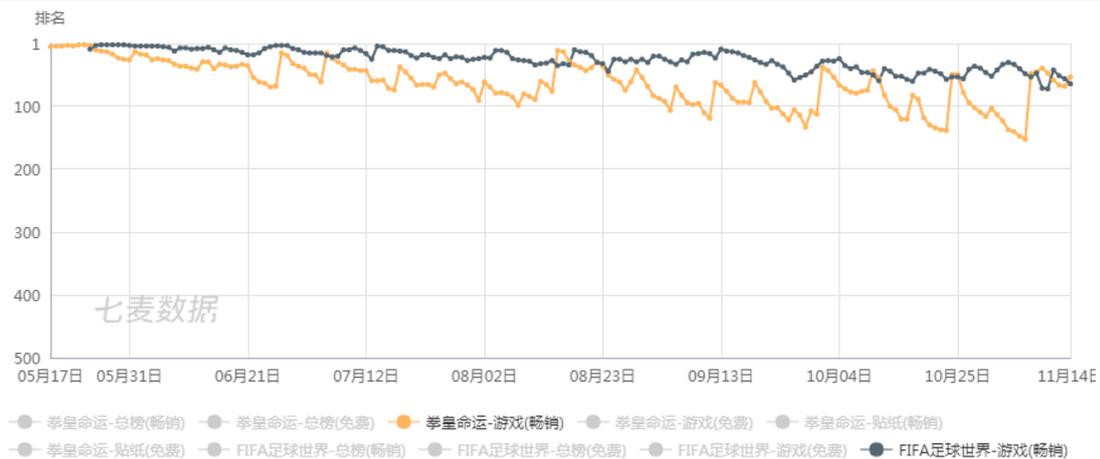
资料来源: Appannie, 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图1: 腾讯18Q1上线的重点游戏至今在iOS畅销榜表现



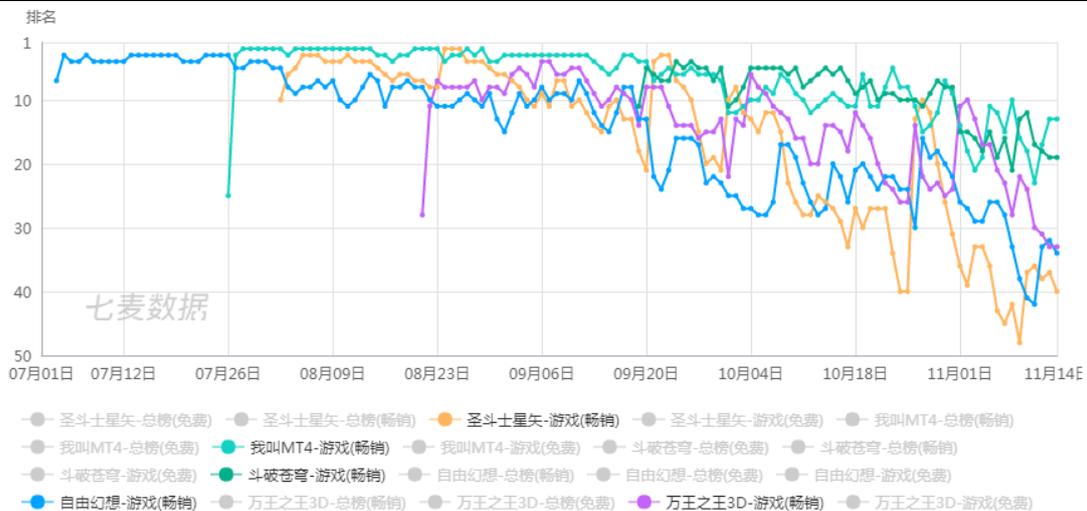
数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图2: 腾讯18Q2上线的重点游戏至今在iOS畅销榜表现



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图3: 腾讯18Q3上线的重点游戏至今在iOS畅销榜表现



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图4: 腾讯18Q4重点新游至今在iOS畅销榜表现



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图5: 18Q3上线10款手游, Q4已上线5款

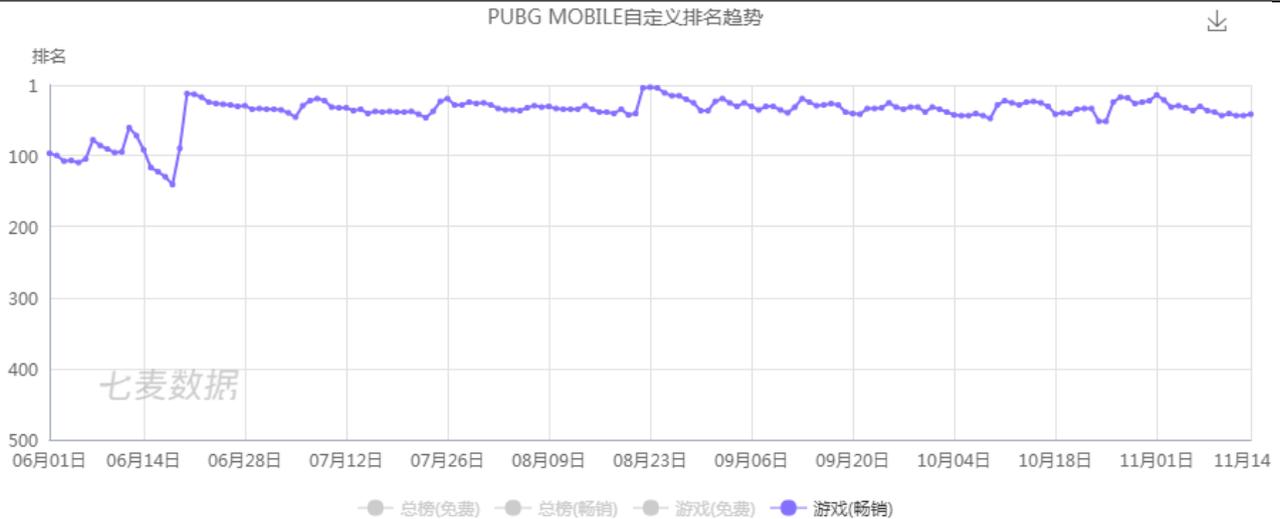
17Q1 (8款)	17Q2 (5款)	17Q3 (7款)	17Q4 (5款)	18Q1 (8款)	18Q2 (7款)	18Q3 (10款)	18Q4 (5款)
FreeStyle Basketball 街头篮球	DDTank Mobile 弹弹堂	Happy Ball 欢乐球吃球	Glorious Mission 光荣使命	MU Awakening 奇迹 MU: 觉醒	QSPDK 轻松跑得快	Free Fantasy Online Mobile 自由幻想	Command & Conquer: R 红警 OL
The World of Legend 传奇世界	Legacy TLBB Mobile 天龙八部手游	Legend of XuanYuan 轩辕传奇手游	Chuan Qi Ba Ye 传奇霸业手游	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
Tencent Summoner K 梦想召唤王: 水晶大乱斗	Hundouluo Mobile 斗罗大陆: 英雄归来	Dinner Werewolf 饭局狼人杀	QQ Speed Mobile QQ飞车手机版	Fighter of the Destiny 择天记手机版	Kings of Fighter: De 拳皇命运	MT4 我叫 MT4	QMZG 2 全民主公 2
Fishing Master 猫鱼达人	Legend of Heroes 英雄战歌	Journey to the Fairy 寻仙手机版	Tencent Guangdong 腾讯广东麻将	Island story-Let's Boor 全民岛主	FIFA Mobile FIFA 足球世界	Saint Seiya (Tencent) 圣斗士星矢	The Legend of Sword and Mobile 仙剑奇侠传 4 手游
NBA Master 王牌 NBA	Heroes of Might and 英雄无敌	Super NBA 最强 NBA	Guizhou Mahjong 贵州麻将	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	生存日记
Dragon Nest Mobile 龙之谷		King of chaos 乱世王者		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	
Great Voyage 全民大航海		The Heroes of Three Kingdoms 三国群英传-霸王之业		QQ Huaxia Mobile QQ华夏手游	Crossgate 魔力宝贝	King of Kings 3D 万王之王 3D	
The Legend of Sword and Fairy Mobile 仙剑奇侠传 online				Pop Moe 消除者联盟		Ultimate Football Manager 全民冠军足球 2018	
						Battle Through the Heaven 斗破苍穹正版手游	
						Hatsune Miku Dreamy Vocal 初音未来: 梦幻歌姬	

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

《王者荣耀》Q3暑期活跃用户回升, 新皮肤数量增多(新上线13款皮肤, 比Q2多5款)。Q4为上线三周年, 将推出系列活动。

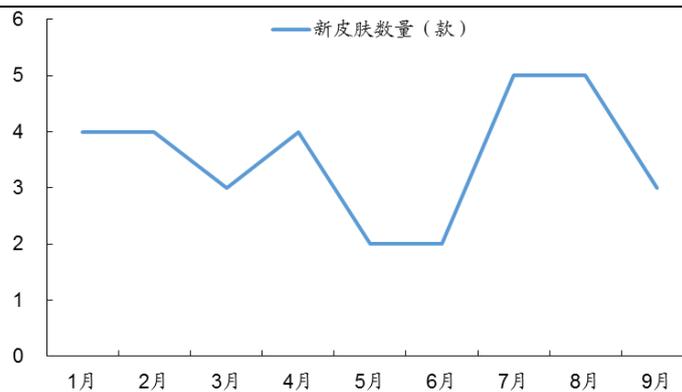
《绝地求生》海外商业化处于上升阶段, 自6月19日推出Royale pass系统后, 收入快速提升, 7~10月均位居国产手游海外收入榜第4(根据SensorTower数据), 根据中报, 7月海外月流水超2千万美元, 日活超1,400万(不含日本和韩国), 根据腾讯游戏最新数据, 截至9月中旬, DAU超2,000万(不含日韩)。国内版号仍是不确定因素, 《绝地求生》国内保持高DAU尚无法变现。

图6: 《PUBG》自6月19日推出Royale pass系统后, 收入快速提升



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图7: 2018年《王者荣耀》月度新皮肤数量, Q3新上线13款



数据来源: 《王者荣耀》游戏, 广发证券发展研究中心

梳理储备的40多款主要手游(未完全梳理全部手游), 其中17款有版号, 包括《地下城与勇士》《极品飞车OL》《剑网3》等头部手游。考虑到有版号且完成研发+引入代理产品带来增量, 按每季度微信/手Q上线5~10款游戏, 则目前储备list能维持约3~4个季度有新游戏上线。

表4: 腾讯储备的主要微信/手Q游戏, 40多款中17款有版号

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		已上线未商业化		自研	
2	绝地求生: 刺激战场		已上线未商业化		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	火影忍者 OL	3		回合	自研	215.8
9	剑网 3: 指尖江湖	4	19Q1	角色扮演	代理, 西山居研发	164.1
10	剑侠情缘 2: 剑歌行	5	10月	MMO	代理, 西山居研发	113.0
11	妖精的尾巴: 魔导少年	6		3D 回合	自研	91.1
12	一起来捉妖	7		腾讯首款 AR 捉妖手游	自研	78.3
13	一人之下			格斗	自研	67.7
14	权力的游戏 凛冬将至		18Q4		代理, 游族研发	
15	侍魂: 胧月传说	8		ARPG	代理	
16	完美世界	9		飞行战斗	代理, 完美研发	44.4
17	龙珠最强之战	10		动作冒险	代理	32.5
18	魂武者	11		格斗	代理	28.0
19	猎人 X 猎人			动作	代理	27.7
20	狐妖小红娘		18Q4	卡牌养成	自研	25.4
21	王牌战士			角色射击	自研	25.1
22	手工星球			沙盒创造与冒险	代理	25.0
23	银河掠夺者 2	12			代理, 谷得游戏	21.9
24	脸黑先生			动画式交互冒险手游	自研	21.6
25	雪鹰领主: 英雄本色			RPG	自研	18.3
26	云梦四时歌	13		唯美唐风	代理, 完美研发	17.9
27	拉结尔	14		ARPG	代理	16.3
28	足球经理 2018			知名 IP 策略游戏	自研	15.3
29	乐高无限					14.0
30	逍遥诀			玄幻	代理	
31	仙境传说 RO: 爱如初见			MMO	代理	
32	闹闹天宫	15		MOBA	代理	11.3
33	执剑之刻			卡牌		10.7
34	魔域 3D			RPG	代理, 网龙研发	10.0
35	光明勇士	16	18Q4		代理	9.8
36	石器时代				代理	
37	天涯明月刀		18Q4		自研	
38	王牌捉妖师	17			自研	
39	秦时明月				自研	
40	我的起源			创新沙盒	代理	
41	进化之地 2			RPG 游戏	代理	
42	不可思议之梦蝶			解谜冒险类手游	代理	
43	代号: 夏娃			MMO	代理	

数据来源: 公司财报及官网, 公司发布会, 微信游戏, 国家新闻出版广电总局, 广发证券发展研究中心

图8：中央机构改革主要时间节点、游戏审批相关机构改革方案

中央机构改革主要时间节点：

- 3月发文，深化党和国家机构改革；
- 6月20日前，各部门“定职责、定机构、定编制”的三定规定将报批印发；
- 9月30日前落实“三定”规定；
- 党和国家机构改革要在今年年底前落实到位。

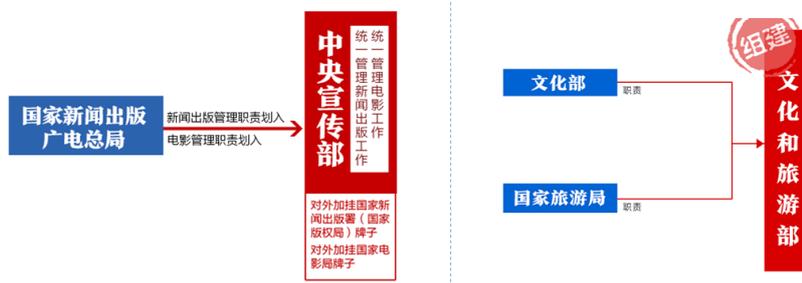
三定方案：定职能（定部门职责）、定机构（确定行使职责的部门）、定编制（定人员数额）。

改革前游戏审批包含：

游戏审批（国家新闻出版广电总局，游戏版号）：网络游戏上网出版前，必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请，经审核同意后，报国家新闻出版广电总局审批。

游戏运营备案（文化部）：要求在游戏上线运营后的30日内到文化部做游戏运营备案。

相关机构改革方案：



数据来源：人民日报，广发证券发展研究中心

二、广告：统一广告平台，腾讯总时长占比回升

社交广告：朋友圈、小程序、QQ看点广告处于上升趋势。朋友圈广告自3月底在部分城市活跃用户推送量由1条增至2条，推送量逐渐提升；公众号作为小程序重要导流入口，小程序能力不断释放促进微信公众号广告增长。

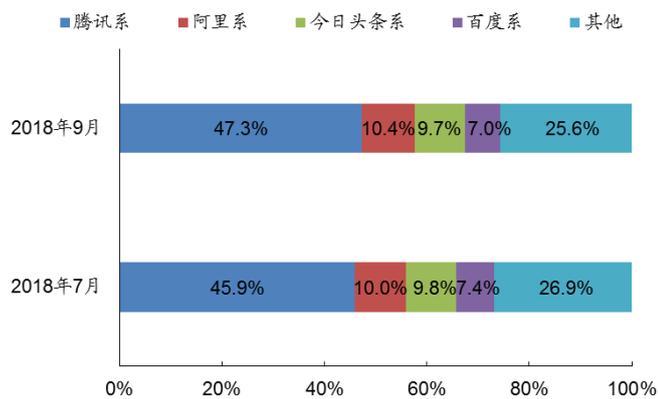
媒体广告：目前视频广告占大头，受热播剧驱动预计仍有不错增长。参考猫眼播放量统计数据，Q3腾讯视频头部独播剧《扶摇》《如懿传》分别为7月和9月综合播放量冠军，《斗破苍穹》《沙海》分别排9月综合播放量第4、5，头部综艺《明日之子》位居Q3综艺播放量冠军。

新成立广告营销服务线，统一广告平台和组织架构，对内对外均统一平台。腾讯广告业务从2017年初开始整合，统一由集团高级执行副总裁刘胜义负责，整合腾讯旗下9大广告资源，2017年完成对广告系统的整合与升级，统一广告平台，加快算法推荐等技术的突破。受益于腾讯内部媒体矩阵之间广告资源分享阻力的减小以及广告加载率逐渐提升，腾讯广告收入仍有持续增长空间。

广告主角度，腾讯整体战略升级，发力B端，成立云与智慧产业事业群，重点拓展零售、医疗、教育、交通、政府等B/G端客户，这些行业也将成为广告业务增长点。

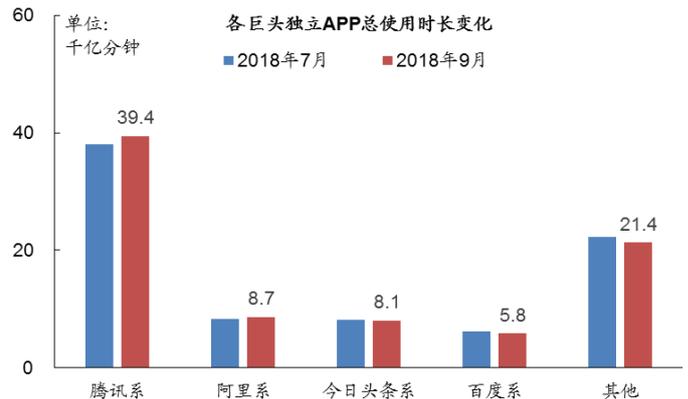
根据Questmobile数据，从各巨头独立APP总使用时长占比看，腾讯9月时长占比比较7月提升。腾讯系独立APP时长占比接近全行业一半，腾讯社交+内容不断加高壁垒，保持消费互联网的领先优势。抖音时长趋稳，对其他互联网公司时长的挤压减弱。

图9: 各巨头独立APP总使用时长占比



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图10: 各巨头独立APP总使用时长变化



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图11: 朋友圈广告推广能力



数据来源: 腾讯广告, 广发证券发展研究中心

三、备付金影响整体可控 (备付金影响测算)

备付金集中交存对支付业务收入影响不大, 对毛利润影响较大, 不过新增的信用卡还款手续费一定程度抵消利息减少, 再加上腾讯对支付业务运营成本的有效控制, 总体上备付金政策对腾讯影响可控。

负面因素。我们根据央行政策和备付金交存数据, 测算腾讯备付金利息收入在18Q3环比约减少几千万~8亿元, 18Q4环比约减少7~14亿元, 利息对收入影响不大。考虑到备付金利息基本为毛利润, 根据财报, 18Q2其他业务收入为175亿元, 毛利润为44亿元, 利息收入下降对毛利润影响较大。

正面因素: 从8月1日起信用卡还款收取0.1%手续费, 也即每千亿贡献1亿元收入。根据券商中国统计的13家银行数据, 截至今年6月末信用卡贷款余额合计有5.15万亿元, 同比去年6月末的4.64万亿。

备付金利息影响具体测算:

政策: 根据央行文件, 网络支付机构自2017年4月17日首次交存, 交存比例为12%~20%, 从2018年1月仍执行现行集中交存比例20%, 2018年2月至4月按每月

10%逐月提高集中交存比例，自2018年7月9日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到2019年1月14日实现100%集中交存。

测算依据：1、备付金利息由未交存备付金余额决定，因此余额变化直接影响备付金利息收入变化；2、腾讯在支付行业市占率约40~50%，行业未交存余额变化基本能反应腾讯未交存余额变化。3、根据18Q2业绩会高管披露，Q2备付金利息占其他业务收入十几个点（low-teens），Q2其他业务收入175亿元人民币，按10%~13%范围计算，Q2备付金利息收入约为17.5~22.7亿元人民币。

需要提示的是，下文做的测算因为有假设项，仅供参考变化趋势和大致范围，不代表真实数字。

1、计算全行业备付金交存规模及余额

表5：2018年1~6月支付机构备付金集中交存规模及未交存规模

单位：亿元人民币	2018年1月	2018年2月	2018年3月	2018年4月	2018年5月	2018年6月
备付金集中交存比例	20%	30%	40%	50%	50%	50%
备付金集中交存规模	1,238	2,202	3,158	4,995	5,000	5,008
环比增长	24.4%	78.0%	43.4%	58.2%	0.1%	0.2%
备付金总规模	6,188	7,341	7,894	9,990	10,000	10,017
环比增长	12.0%	18.6%	7.5%	26.6%	0.1%	0.2%
未交存备付金规模	4,950	5,139	4,736	4,995	5,000	5,008
环比增长	9.2%	3.8%	-7.8%	5.5%	0.1%	0.2%

数据来源：中国人民银行，广发证券发展研究中心

2、测算Q3及Q4备付金影响

乐观情景假设：假设下半年交存比例逐月提升且主要集中在Q4提升，即Q3每月提升5%，Q4每月提升10%。由此测算，18Q3和Q4未交存备付金余额分别环比下降0.9%和60.4%。进一步计算腾讯备付金利息收入绝对值变化，根据18Q2备付金利息收入17~21亿元，18Q3利息收入为17.3~22.5亿元（环比减少2千万左右），18Q4为6.9~8.9亿元（环比减少10.5~13.6亿元）。

表6：乐观情景假设下，2018年7~12月支付机构备付金集中交存规模及未交存余额

单位：亿元人民币	2018年7月	2018年8月	2018年9月	2018年10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月
备付金集中交存比例	55%	60%	65%	75%	85%	95%	100%
备付金集中交存规模（亿元）	6,413	7,638	8,399	9,788	11,149	12,523	13,248
环比增长	28.1%	19.1%	10.0%	16.5%	13.9%	12.3%	5.8%
备付金总规模（亿元）	11,661	12,731	12,922	13,051	13,116	13,182	13,248
环比增长	16.4%	9.2%	1.5%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
未交存备付金规模	5,247	5,092	4,523	3,263	1,967	659	-
环比增长	4.8%	-3.0%	-11.2%	-27.9%	-39.7%	-66.5%	-100.0%

数据来源：中国人民银行，广发证券发展研究中心 备注：标蓝色为假设增速。

表7: 乐观情景假设下, 产生利息收入的月备付金累计额季度变化

单位: 亿元人民币	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
每月产生利息收入的备付金累计额	14,825	15,003	14,862	5,889
环比增长		1.2%	-0.9%	-60.4%

数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

表8: 乐观情景假设下, 进一步测算腾讯备付金利息收入及变化

单位: 亿元人民币	18Q2	18Q3E	18Q4E
腾讯备付金利息收入上限	17.5	17.3	6.9
腾讯备付金利息收入下限	22.7	22.5	8.9
腾讯备付金利息收入上限环比变化		-0.16	-10.46
腾讯备付金利息收入下限环比变化		-0.21	-13.60

数据来源: 腾讯财报, 腾讯Q2业绩会, 广发证券发展研究中心 备注: 腾讯Q2业绩会表示备付金收入占其他业务收入十几个点。

悲观情景假设: 假设下半年交存比例逐月提升且主要集中在Q3提升, 即Q3每月提升10%, Q4每月提升5%。由此测算, 18Q3和Q4未交存备付金余额分别环比下降34.9%和65.5%。进一步计算腾讯备付金利息收入绝对值变化, 根据18Q2备付金利息收入17~21亿元, 18Q3利息收入为11.4~14.8亿元(环比减少6.1~7.9亿元), 18Q4为3.9~5.1亿元(环比减少7.5~9.7亿元)。

表9: 悲观情景假设下, 2018年7~12月支付机构备付金集中交存规模及未交存规模

单位: 亿元人民币	2018年7月	2018年8月	2018年9月	2018年10月	2018年11月	2018年12月	2019年1月
备付金集中交存比例	60%	70%	80%	85%	90%	95%	100%
备付金集中交存规模	6,413	7,638	8,861	9,509	10,118	10,734	11,355
环比增长	28.1%	19.1%	16.0%	7.3%	6.4%	6.1%	5.8%
备付金总规模	10,689	10,912	11,076	11,186	11,242	11,299	11,355
环比增长	6.7%	2.1%	1.5%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
未交存备付金规模	4,276	3,274	2,215	1,678	1,124	565	-
环比增长	-14.6%	-23.4%	-32.3%	-24.2%	-33.0%	-49.7%	-100.0%

资料来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心 备注: 标蓝色为假设增速。

表10: 悲观情景假设下, 产生利息收入的月备付金累计额季度变化

单位: 亿元人民币	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
每月产生利息收入的备付金累计额	14,825	15,003	9,764	3,367
环比增长		1.2%	-34.9%	-65.5%

数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

表11: 悲观情景假设下, 进一步测算腾讯备付金利息收入及变化

单位: 亿元人民币	18Q2	18Q3E	18Q4E
腾讯备付金利息收入上限	17.5	11.4	3.9
腾讯备付金利息收入下限	22.7	14.8	5.1
腾讯备付金利息收入上限环比变化		-6.11	-7.46
腾讯备付金利息收入下限环比变化		-7.94	-9.70

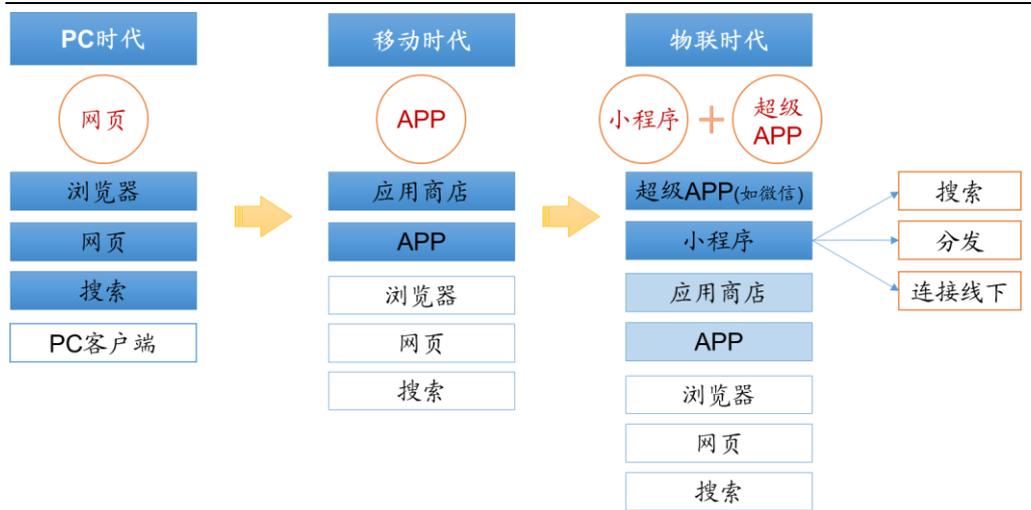
数据来源: 腾讯财报, 腾讯Q2业绩会, 广发证券发展研究中心 备注: 腾讯Q2业绩会表示备付金收入占其他业务收入十几个点。

五、小程序：助力产业互联网拓展

小程序对腾讯发展产业互联网起到连接作用。腾讯小程序可开发、可拓展，助力连接线上线下各行业，将微信的社交用户和关系链、营销能力、支付能力、云服务等赋能予各行业。腾讯中报披露小程序DAU超2亿；根据微信公开课，截至7月9日，小程序数量超100万个，覆盖150万开发者、5,000多家第三方平台。

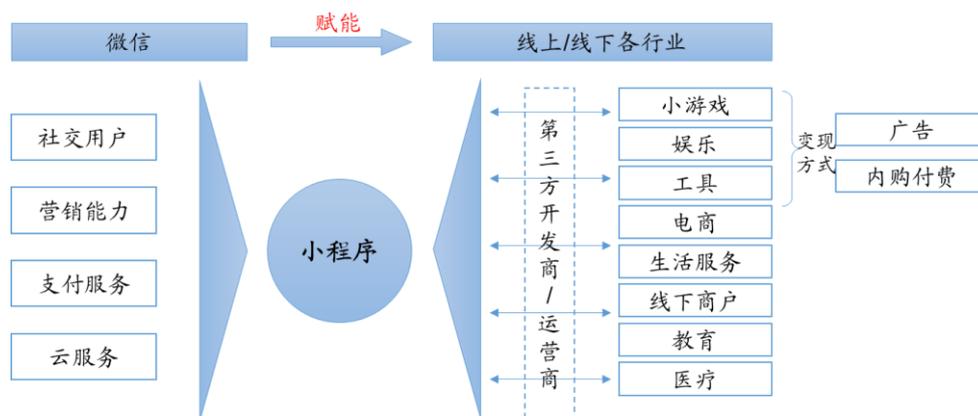
小程序类型和数量不断增长，覆盖零售、电商、生活服务、交通、政务、游戏、工具等各类场景。18Q3重点小程序变化：1、同程艺龙小程序用户攀升，于2018年9月达1.8亿（数据来自Questmobile），在微信电商和生活服务类小程序中受益最丰；2、根据腾讯官方，截至10月24日腾讯乘车码开通用户已经超过5,000万，覆盖城市超过100个。3、小游戏仍是重要小程序类型，新上榜小游戏数量最多，但9月环比有所下降，或源于腾讯对小游戏的整顿。

图12：从PC到移动，入口和分发的变迁



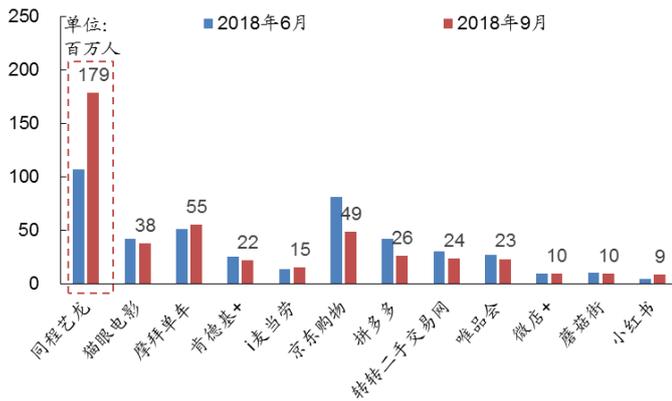
数据来源：根据微信公开课张小龙阐述小程序定位及作用，由广发证券发展研究中心原创绘制

图13：微信小程序生态：助力赋能各行业



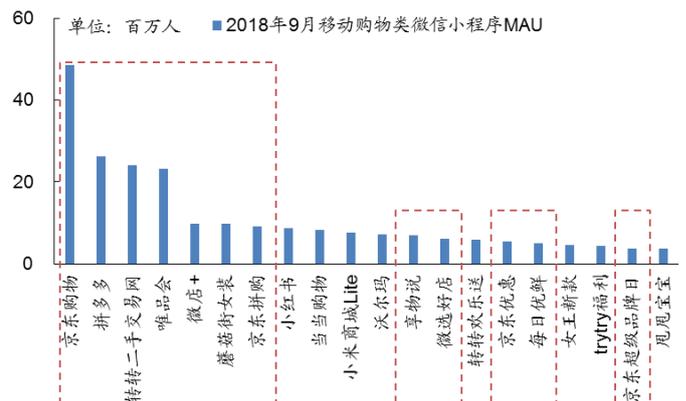
数据来源：根据微信公开课张小龙解答小程序疑问，由广发证券发展研究中心原创绘制

图14: 电商/服务类小程序MAU, 同程艺龙用户攀升



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图15: 电商类小程序MAU TOP20, 腾讯系占比过半



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

四、战略升级+组织架构调整, B端提速

腾讯于近期启动战略升级和组织架构调整, 战略由消费互联网向产业互联网升级, 新设云与智能产业事业线, 整合C端3大部门为社交与平台事业线, 成立广告营销服务线, 我们认为此次升级明确B端为未来发力点和增长点, 依托C端优势发力B端, 重点拓展零售、医疗、教育、交通、政务等领域客户, 将支撑公司广告、支付、云等业务持续增长, B端业务将是公司未来5~10年的重要增长点。

1、战略方面, 由消费互联网向产业互联网升级, 在过去已做到的连接人、连接数字内容、连接服务的基础上, 未来助力产业与消费者连接, 做各行各业数字化助手。腾讯2010年确立开放战略, 专注做“连接器”, 过去几年, 腾讯在C端(社交、内容、增值服务等领域)已积累明显领先优势, 随着互联网进入下半场, 腾讯逐渐发力B端, 至今B端已初具优势, 在支付、云服务、小程序均成为行业发展推动者, 此次战略升级更明确未来产业互联网(B端)方向, 同时调整组织架构顺应战略升级需要。

2、组织架构调整方面, 云与智慧产业事业群提升至一级部门, 是重点拓展领域, 社交与内容事业线、广告营销服务线是打通原有架构下的协作壁垒, 形成更强的合力。

7大事业群重组为6大: 保留原有的企业发展事业群(CDG)、互动娱乐事业群(IEG)、技术工程事业群(TEG)、微信事业群(WXG), 新成立云与智慧产业事业群(CSIG)、平台与内容事业群(PCG)。新成立广告营销服务线(在CDG内)、技术委员会(在TEG内)。

提升云与智慧产业为一级部门: 云业务以前是社交网络孵化的业务, 新成立云与智慧产业事业群(CSIG, 即Cloud and Smart Industries Group), 将整合腾讯云、互联网+、智慧零售、教育、医疗、安全和LBS等行业解决方案, 推动产业的数字化升级。根据腾讯官方公众号, 目前腾讯云已经有2,000多个合作伙伴, 行业解决方案超60种, 在政务、医疗、工业、零售、交通、金融等领域都创造了大批数字化转型成功的案例。

统一平台与内容板块形成更大合力: 成立平台与内容事业群, 将以往分散在各事业群的相同(类似)业务整合在一个事业群, 对原社交网络事业群(SNG)、原移动

互联网事业群 (MIG)、原网络媒体事业群 (OMG) 中, 与社交平台 (QQ、QQ 空间)、流量平台 (应用宝、浏览器)、数字内容 (新闻、视频、影业、文学、动漫、体育等)、核心技术等高度关联且具有高融合性的板块, 以及互动娱乐事业群 (IEG) 中内容板块, 进行有机拆分和重组。

图16: 2018年9月以前腾讯组织架构, 各事业群及负责的产品和业务



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图17: 2018年10月以后腾讯组织架构, 各事业群及负责的产品和业务



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

至12月31日	单位: 百万元人民币				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	149,154	178,446	192,748	202,477	216,990
货币资金	122,972	144,027	159,821	159,672	161,917
应收及预付	24,270	33,659	32,133	42,027	54,220
存货	263	295	337	338	298
其他流动资产	1,649	465	621	715	873
非流动资产	246,745	376,226	501,547	661,950	854,388
长期股权投资	80,299	144,581	205,305	287,427	388,026
固定资产	13,900	23,597	33,254	43,405	53,037
在建工程	4,674	3,163	3,163	3,163	3,163
无形资产	36,467	40,266	43,675	46,557	48,492
其他长期资产	111,405	164,619	216,149	281,399	361,670
资产总计	395,899	554,672	694,295	864,427	1,071,378
流动负债	101,197	151,740	186,236	239,570	309,670
短期借款	12,278	15,696	9,160	10,709	12,843
应付及预收	27,413	50,085	69,146	94,517	126,743
其他流动负债	61,506	85,959	108,977	136,752	172,758
非流动负债	108,455	125,839	154,660	180,047	206,480
长期借款	57,549	82,094	107,415	130,872	153,003
应付债券	36,204	29,363	32,299	33,914	37,306
其他非流动负债	14,702	14,382	14,945	15,261	16,172
负债合计	209,652	277,579	340,895	419,617	516,150
股本	0	0	0	0	0
资本公积	37,881	53,392	53,392	53,392	53,392
留存收益	136,743	202,682	277,264	360,807	461,311
归属母公司股东权	174,624	256,074	330,656	414,199	514,703
少数股东权益	11,623	21,019	22,767	24,855	27,484
负债和股东权益	395,899	554,672	694,295	864,427	1,071,378

至12月31日	单位: 百万元人民币				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	151,938	237,760	310,138	395,512	512,285
营业成本	67,439	120,835	168,649	225,039	298,219
销售费用	12,136	17,652	26,078	31,641	41,495
管理费用	22,459	33,051	40,552	47,857	59,425
其他收益	6,213	24,080	26,372	22,000	23,000
财务费用	1,955	2,908	4,367	4,746	5,635
利润总额	51,640	88,215	99,834	111,794	134,788
所得税	10,193	15,744	15,217	16,881	20,488
净利润	41,447	72,471	84,617	94,913	114,300
少数股东损益	352	961	1,748	2,088	2,629
归属母公司净利润	41,095	71,510	82,869	92,825	111,671
EBITDA	62,550	89,724	104,973	130,054	157,368
EPS (元)	4.32	7.51	8.70	9.75	11.73
NonGAAP 净利润	45,420	65,126	77,118	91,325	111,171
NonGAAP EPS(元)	4.77	6.84	8.10	9.59	11.68

	单位: 百万元人民币				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	65,518	106,140	133,005	154,997	193,198
净利润	41,095	71,510	82,869	92,825	111,671
折旧摊销	12,646	23,502	27,239	31,803	36,780
营运资金变动	15,333	30,158	44,347	44,260	56,051
其它	(3,556)	(19,030)	(18,130)	(16,234)	(16,944)
投资活动现金流	(70,923)	(96,392)	(150,11)	(189,75)	(226,28)
资本支出	(18,754)	(32,004)	(40,306)	(44,835)	(48,347)
投资变动	(52,169)	(64,388)	(109,80)	(144,92)	(177,93)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	31,443	26,598	32,901	34,612	35,328
银行借款	17,779	8,168	18,785	25,006	24,265
债券融资	36,204	29,363	32,299	33,914	37,306
股权融资	17,858	15,511	0	0	0
其他	(40,398)	(26,444)	(18,183)	(24,308)	(26,243)
现金净增加额	26,038	36,346	15,794	(149)	2,245
期初现金余额	135,500	122,972	144,027	159,821	159,672
期末现金余额	122,972	144,027	159,821	159,672	161,917

主要财务比率

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	48%	56%	30%	28%	30%
营业利润增长	38%	61%	12%	12%	21%
归属母公司净利润增长	43%	74%	16%	12%	20%
获利能力(%)					
毛利率	56%	49%	46%	43%	42%
净利率	27%	30%	26%	27%	30%
ROE	24%	28%	25%	24%	28%
ROIC	17%	20%	18%	17%	17%
偿债能力					
资产负债率(%)	53.0%	50.0%	49.1%	48.5%	48.2%
净负债比率	17.6%	17.6%	16.8%	16.4%	15.5%
流动比率	1.5	1.2	1.0	0.8	0.7
速动比率	1.5	1.2	1.0	0.8	0.7
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	16.9	17.0	16.7
存货周转率	1.0	2.0	0.0	1.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益	4.32	7.51	8.70	9.75	11.73
每股经营现金流	6.88	11.15	13.97	16.28	20.29
每股净资产	18.34	26.90	34.73	43.51	54.06
估值比率					
P/E	56.0	32.2	27.8	24.8	20.6
P/B	13.2	9.0	7.0	5.6	4.5
EV/EBITDA	78.9	55.0	47.0	37.9	31.4

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：博彩休闲行业首席分析师，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。
- 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）。
- 邓崇静：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。

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。
- 谨慎增持： 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
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路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	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。