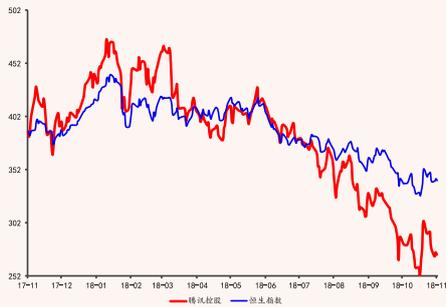


传媒&海外首席分析师： 杨仁文  
 执业证书编号： S1220514060006  
 E-mail: yangrenwen@foundersc.com

联系 钟星杰  
 E-mail: zhongxingjie@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind，方正证券研究所  
 请务必阅读最后特别声明与免责条款

腾讯 2018Q3 财报点评：高 ARPU 新游上线维持手游营收增长，优质内容拉动订阅与广告收入增长，组织架构调整后 2B 业务将成业绩长期增长点

腾讯控股 (0700.HK)

公司研究

传媒行业

公司财报点评

2018.11.16/推荐

事件：

18Q3 营收 805.95 亿元 (YoY+24%, QoQ+9%)；归母净利润 233.33 亿元 (YoY+30%, QoQ+31%)；每股摊薄盈利 2.440 元 (YoY+29%, QoQ+31%)。

点评：

1. 短视频促进社交产品用户参与度的提升，QQ 看点 DAU 突破 1 亿，广告与其他业务收入占比提升，接棒游戏推动营收增长。Q3 微信和 WeChat 的合并 MAU 达 10.825 亿，用户在微信上的活跃度提升，基于短视频的内容创作、消费均有增长，短视频日发表量达数亿次。游戏业务占比持续下滑，营收增长主要依赖网络广告与其他业务推动。

2. 组织架构调整为六大事业群，助力转型产业互联网，2B 业务发展提速：PCG 整合内容生产与分发，CSIG 助力公司向 2B 业务转型，TEG 打造具有腾讯特色的技术中台提高公司的技术资源利用效率，AMS 合并原 CDG 与 OMG 广告线，整合社交、视频、资讯及其他富媒体资源。

3. 分业务情况：(1) Q3 上新 10 款高 ARPU 手游拉动手游收入增长，出海游戏业绩亮眼；手游版号储备 16 部可支持正常发行到 19Q2，健康游戏系统将全面上线。(2) 小程序 DAU 达 2 亿，TOP100 小程序类型多样化；7 月全面开放广告组件，微信抽成过半。(3) 社交网络收入同比增长 19%，腾讯视频订阅人数达 8,200 万，19 年全面布局头部+垂直精品内容，版权+自制覆盖全图层。(4) 网络广告收入营收贡献占比首次突破 20%，优质版权内容和自制综艺推动媒体广告增长，受益于朋友圈广告加载率提升、小程序广告资源的开发，社交广告占比提升，继续引领广告收入增长。(5) 其他业务：2B 业务是中长期业绩核心增长来源，转型产业互联网，帮助 B 端与 C 端连接，金融、云和小程序将成行业重要推动力量，支付业务短期面临备付金收入减少，毛利率下滑。

8. 盈利预测：我们预计公司 FY18-20 年归母净利润为 827 亿/962 亿/1,177 亿元，调整后 EPS 为 7.80/10.75/13.10 元，当前股价对应 P/E 为 33/24/20X。估值处于历史估值底部，考虑公司在社交领域的垄断地位，以及多元化业务板块的持续增长，目前估值具吸引力，维持“推荐”。

单位/百万人民币	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	237,760	311,877	417,352	534,918
(+/-)(%)	56%	31%	34%	28%
营业利润	90,302	103,595	123,455	149,849
(+/-)(%)	61%	15%	19%	21%
净利润	71,510	82,688	96,246	117,720
(+/-)(%)	74%	16%	16%	22%
调整 EPS (元)	6.83	7.80	10.75	13.10
P/E	37	33	24	20

数据来源：公司财报，方正证券研究所

风险提示：活跃用户增速放缓风险、游戏内容监管风险、新游审批长期冻结风险、生存射击游戏商业化不及预期风险、稳定优质内容生产风险、互联网信息发布政策变更风险、视频内容监管风险、内容成本快速增加风险、渠道成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、互联网估值调整风险、汇率风险等。

## 图表目录

图表 1: 腾讯分业务收入 (亿元) (季度)	4
图表 2: 腾讯增值业务收入 (亿元) (季度)	4
图表 3: QQ 月活用户及增速	5
图表 4: 微信月活用户及增速	5
图表 5: 腾讯组织架构变动	6
图表 6: 腾讯网络游戏收入及同环比增幅	6
图表 7: 腾讯网络游戏收入占比及占比同环比变动	6
图表 8: 腾讯手游收入/增速/占游戏收入比	7
图表 9: 腾讯手游 ARPU 区间 (元)	7
图表 10: 腾讯手游付费用户数测算及增速	8
图表 11: 9 月 vs 6 月手机游戏 DAU 均值	8
图表 12: 2018Q3 新游榜 (按照产品全平台季度流水)	8
图表 13: 腾讯端游收入/增速/占游戏收入比	9
图表 14: 腾讯 ACGs ARPU 区间 (元)	9
图表 15: 腾讯 MMOGs ARPU 区间 (元)	9
图表 16: 腾讯端游付费用户测算及市场渗透率	9
图表 17: 2018 年计划推出手游+端游及上线进程	10
图表 18: 2018Q3 腾讯新上线游戏概况 (截止 2018 年 11 月 15 日)	10
图表 19: 腾讯游戏储备	10
图表 20: 2018 年 9-10 月 TOP100 榜单行业领域分布对比	11
图表 21: 18.9 在线视频渗透率排行榜及环比变化	13
图表 22: 腾讯视频 vs 爱奇艺付费用户数 (万人)	13
图表 23: 2018 年 1-9 月上新连续剧累计正片有效播放 TOP20 (截止 9 月 30 日)	13
图表 24: 2019 年腾讯视频内容清单	13
图表 25: 2018Q3 音乐类 APP 排行榜	14
图表 26: 2018 年 9 月短视频行业典型 APP 月活规模	14
图表 27: 2018Q3 新闻类 APP 排行榜	15
图表 28: 腾讯收入成本分业务 (百万元)	16
图表 29: 腾讯收入成本分业务占比	16
图表 30: 经营费用 (百万元)-G&A 包含研发费	17
图表 31: 各项费用占收入比例-G&A 包含研发费	17
图表 32: 腾讯分业务收入占比 (季度)	18
图表 33: 腾讯分业务毛利率 (季度)	18
图表 34: 腾讯各项利润率 (GAAP, 季度)	18
图表 35: 腾讯各项利润率 (NON-GAAP, 季度)	18
图表 36: 腾讯经调整利润 (百万元) 及增速 (季度)	18
图表 37: 腾讯各项利润 (GAAP, 百万元) 及增速 (季度)	18

## 事件:

- GAAP 数据:** 18Q3 营收 805.95 亿元 (YoY+24%, QoQ+9%), 高于彭博一致预期 0.13%; 营业利润达 278.61 亿元 (YoY+22%, QoQ+28%); 归母净利润 233.33 亿元 (YoY+30%, QoQ+31%); Q3 每股摊薄盈利 2.440 元 (YoY+29%, QoQ+31%)。
- Non-GAAP 数据:** 18Q3 营业利润为 225.63 亿元 (YoY+4%, QoQ+1%); 归母净利润为 197.10 亿元 (YoY+15%, QoQ+0%); 每股摊薄盈利 2.061 元 (YoY+15%, QoQ+0%)。
- 分业务收入:** 18Q3 增值服务 440.49 亿元 (YoY+5%, QoQ+5%), 占收入比达 55% (YoY-10pct, QoQ-2pct), 其中网络游戏收入 258.13 亿元 (YoY-4%, QoQ+2%), 占比 32% (YoY-9pct, QoQ-2pct), 社交网络收入 182.36 亿元 (YoY+19%, QoQ+8%); 网络广告业务 162.47 亿元 (YoY+47%, QoQ+15%), 占比 20% (YoY+3pct, QoQ+1pct), 媒体广告收入达 50.9 亿元 (YoY+23%, QoQ+8%), 占网络广告 31% (YoY-6pct, QoQ-2pct), 占总营收比 6%; 社交及其他广告 111.57 亿元 (YoY+61%, QoQ+19%), 占网络广告 69% (YoY+6pct, QoQ+2pct), 占总营收比 14%; 其他业务收入 202.99 亿元 (YoY+69%, QoQ+16%), 占比 25% (YoY+7pct, QoQ+1pct)。
- 其他财务数据:**  
毛利率: 18Q3 毛利 354.80 亿元 (YoY+12%, QoQ+3%), 毛利率 44% (YoY-4.6pct, QoQ-2.7pct);  
营业利润率及净利率: 营业利润率 34.6% (YoY-0.3pct, QoQ+5.0pct); 净利率 (归母) 29.0% (YoY+1.3pct, QoQ+4.7pct)。Non-GAAP 营业利润率为 28.0% (YoY-5.1pct, QoQ-2.2pct); 净利率 (归母) 为 24.5% (YoY-1.7pct, QoQ-2.3pct);
- 运营情况:** Q3 微信和 WeChat 合并 MAU 为 10.825 亿 (YoY+10.5%, QoQ+2.3%); 月活跃用户达 8.026 亿 (YoY-4.8%, QoQ-0.1%), 其中 QQ 智能终端 MAU 达 6.98 亿 (YoY+6.9%, QoQ-1.5%); QQ 空间智能端 MAU 达 5.31 亿 (YoY-3.8%, QoQ-2.1%)。收费增值服务注册账户达 1.541 亿 (YoY+23.0%, QoQ+0.1%)。

## 点评:

- 短视频促进社交产品用户参与度的提升, QQ 看点 DAU 突破 1 亿, 广告与其他业务收入占比提升, 接棒游戏推动营收增长**

18Q3 营收 805.95 亿元 (YoY+24%, QoQ+9%), 高于彭博一致预期 0.13%。由于游戏版号停发, 游戏业务出现同比下滑, 占营收比例也继续下降。营收增长主要依赖网络广告与其他业务推动。

分业务来看, 增值服务 440.49 亿元 (YoY+5%, QoQ+5%), 占收入比 55% (YoY-10pct, QoQ-2pct)。其中网络游戏收入 258.13 亿元 (YoY-4%, QoQ+2%), 网络游戏收入环比增长主要由于 Q3 正处暑假期间, 是游戏传统旺季, 手游收入增长抵消了端游收入的下滑。游戏收入的同比下滑主要由于监管因素导致战术竞技类游戏无

法商业化，同时端游付费用户减少导致收入同比减少。手游收入同比增长 7%，端游收入同比下降 15%，端游用户持续向手游转移。社交网络收入 182.36 亿元 (YoY+19%，QoQ+8%)，由于社交网络中包含部分手游收入，手游收入同环比的增长也推动社交网络收入的增长。同时，公司数字内容服务如视频流媒体订阅及直播服务有所增长带动社交网络收入的同环比增加。增值服务总付费人数同比增长 23% 至 1.54 亿，主要受益于腾讯视频 Q3 的头部内容所带来的订阅用户增长，社交网络收入占总收入比例 23% (YoY-1pct, QoQ+0pct)。

网络广告业务 162.47 亿元 (YoY+47%，QoQ+15%)，占比 20% (YoY+3pct, QoQ+1pct)，其中社交及其他广告收入达 111 亿元 (YoY+61%，QoQ+19%)，媒体广告收入 51 亿元 (YoY+23%，QoQ+8%)。其他业务收入 202.99 亿元 (YoY+69%，QoQ+16%)，占比 25% (YoY+7pct, QoQ+1pct)。

图表1：腾讯分业务收入（亿元）（季度）

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
总收入	223.99	234.29	265.94	304.41	319.95	356.91	403.88	438.64	495.52	566.06	652.1	663.92	735.28	736.75	805.95
YoY	22%	19%	34%	45%	43%	53%	52%	44%	55%	59%	61%	51%	48%	30%	24%
QoQ	7%	4%	14%	14%	5%	12%	13%	9%	13%	14%	15%	2%	11%	0%	9%
增值服务收入	186.26	184.28	205.47	230.68	249.64	256.8	279.75	291.91	351.08	368.04	421.24	399.47	468.77	420.69	440.49
YoY					34%	39%	36%	27%	41%	43%	51%	37%	34%	14%	5%
QoQ		-1%	11%	12%	8%	3%	9%	4%	20%	5%	14%	-5%	17%	-10%	5%
占总收入比重	83%	79%	77%	76%	78%	72%	69%	67%	71%	65%	65%	60%	64%	57%	55%
网络广告收入	27.24	40.73	49.38	57.33	47.01	65.32	74.49	82.88	68.88	101.48	110.42	123.61	106.89	141.1	162.47
YoY					73%	60%	51%	45%	47%	55%	48%	49%	55%	39%	47%
QoQ		50%	21%	16%	-18%	39%	14%	11%	-17%	47%	9%	12%	-14%	32%	15%
占总收入比重	12%	17%	19%	19%	15%	18%	18%	19%	14%	18%	17%	19%	15%	19%	20%
其他业务收入	10.49	9.28	11.09	16.4	23.3	34.79	49.64	63.85	75.56	96.54	120.44	140.84	159.62	174.96	202.99
YoY					122%	275%	348%	289%	224%	177%	143%	121%	111%	81%	69%
QoQ		-12%	20%	48%	42%	49%	43%	29%	18%	28%	25%	17%	13%	10%	16%
占总收入比重	5%	4%	4%	5%	7%	10%	12%	15%	15%	17%	18%	21%	22%	24%	25%

资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表2：腾讯增值业务收入（亿元）（季度）

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
网络游戏	133.13	129.7	143.33	159.71	170.85	171.24	181.66	184.69	228.11	238.61	268.44	243.67	287.78	252.02	258.13
YoY					28%	32%	27%	16%	34%	39%	48%	32%	26%	6%	-4%
QoQ		-3%	11%	11%	7%	0%	6%	2%	24%	5%	13%	-9%	18%	-12%	2%
占总收入比重	59%	55%	54%	52%	53%	48%	45%	42%	46%	42%	41%	37%	39%	34%	32%
社交网络	53.13	54.58	62.14	70.97	78.79	85.56	98.09	107.22	122.97	129.43	152.8	155.8	180.99	168.67	182.36
YoY					48%	57%	58%	51%	56%	51%	56%	45%	47%	30%	19%
QoQ		3%	14%	14%	11%	9%	15%	9%	15%	5%	18%	2%	16%	-7%	8%
占总收入比重	24%	23%	23%	23%	25%	24%	24%	24%	25%	23%	23%	23%	25%	23%	23%

资料来源：公司财报，方正证券研究所

受益于小程序及微信支付使用场景的拓展，Q3 微信和 WeChat 的合并 MAU 达 10.825 亿 (YoY+10.5%，QoQ+2.3%)。用户在微信上的活跃度提升，尤其基于短视频的内容创作、消费均有增长，短视频日发表量达数亿次。QQ 月活跃用户达 8.026 亿 (YoY-4.8%，QoQ-0.1%)，其中 QQ 智能终端 MAU 达 6.98 亿 (YoY+6.9%，QoQ-1.5%)，尽管 QQ 总用户数量出现下滑，然而用户转向移动端趋势明显。21 岁以下用户智能终端月活跃账户同比增长 16%。受益于视频内容消费增长与新互动功能的推动，年轻用户时长也录得稳健增长。截至 18 年 9 月，QQ 看点 DAU 已突破 1 亿，进入信息流行业第一梯队。QQ 看点采用社交和 AI 并举的分发机制，并升级至手 Q 底部固定导航栏。QQ 看点引入二次元 IP，如洛天依和 MOMO 酱，以及流量明星入驻，借以吸引更多年轻流量。QQ 空间智能终端月活跃账户数达到 5.31 亿 (YoY-3.8%，QoQ-2.1%)。

图表3: QQ月活用户及增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表4: 微信月活用户及增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

## 2 组织架构调整为六大事业群, 助力转型产业互联网, 2B 业务发展提速

腾讯 9 月底宣布的组织架构调整中, 七大事业群变为六大事业群, OMG、MIG 及 SNG 部分职能合并为平台与内容事业群 (PCG), 并新增云与智慧产业事业群 (CSIG)。

PCG 整合了社交平台、流量平台和内容业务, 即整合了内容的生产和分发渠道。原 MIG 旗下的应用宝、QQ 浏览器等产品应行业变化而地位弱化, QQ 和 Qzone 的定位由即时通讯向内容社区转变, 与其他内容产品形成社区放大传播内容, 内容帮助社区关系链沉淀, 社区产生更多自生内容的良性循环。原属 IEG 的腾讯动漫和腾讯影业与原属 OMG 的腾讯视频、微视和腾讯体育等各内容平台的整合可以形成协同效应, 其内容形式联系更紧密、更容易相互转化流量, 并帮助腾讯的 IP 内容在不同平台间传播与发酵。

TEG 牵头成立技术委员会, 通过内部分布式开源协同, 加强基础研究, 打造具有腾讯特色的技术中台等一系列措施, 促成更多协作与创新, 提高公司的技术资源利用效率, 在公司内鼓励良好的技术研发文化, 让科技成为公司业务发展和产品创新的动力与支撑。

归属于 CDG 的新广告营销服务线 (AMS) 合并了原社交与效果广告部与原 OMG 广告线, 属企业发展事业部, 以更协同的方式结合社交、视频、资讯以及其它富媒体资源, 充分发挥腾讯资源特色与优势, 为客户创造更大的价值。例如, 品牌广告团队和效果广告团队的合并能够应对广告主个性化的需求, 并减少团队间的争夺业务和资源分配的冲突。

随着移动互联网人口红利到顶, 行业向产业互联网发展, 腾讯也通过 CSIG 的成立强化 2B 业务的能力。CSIG 整合了腾讯云服务、原属 CDG 的智慧零售战略合作部、原属 MIG 的“互联网+”和开放平台业务以及原属 SNG 的优图实验室。CSIG 以云计算和大数据分析等底层技术支持腾讯统一对接外部企业需求、提供定制化产品, 能够帮助腾讯在 2B 业务方面打通部门壁垒, 提高合作效率, 优化企业级业务链条。如腾讯云能够调动优图实验室和 TEG 等的的能力, 定制客户个性化需求。

在云服务方面, 2018 年前三季度云服务收入超过 60 亿元, 同比增长超一倍。公司在游戏、直播领域的云服务维持领先地位, 并扩大了在金融及智慧零售等其他行业的市场份额。云服务的付费客户数录得同比三位数百分比增长。未来, 腾讯将主要通过四个方面促进云服务的持续增长: 1) 将公司专利技术融入云解决方案; 2) 将产品品类增加到 200 种以上, 行业解决方案增加到 70 种以上, 包括 IaaS、PaaS、SaaS 和 AIaaS 等; 3) 持续优化成本费用; 4) 通过扩

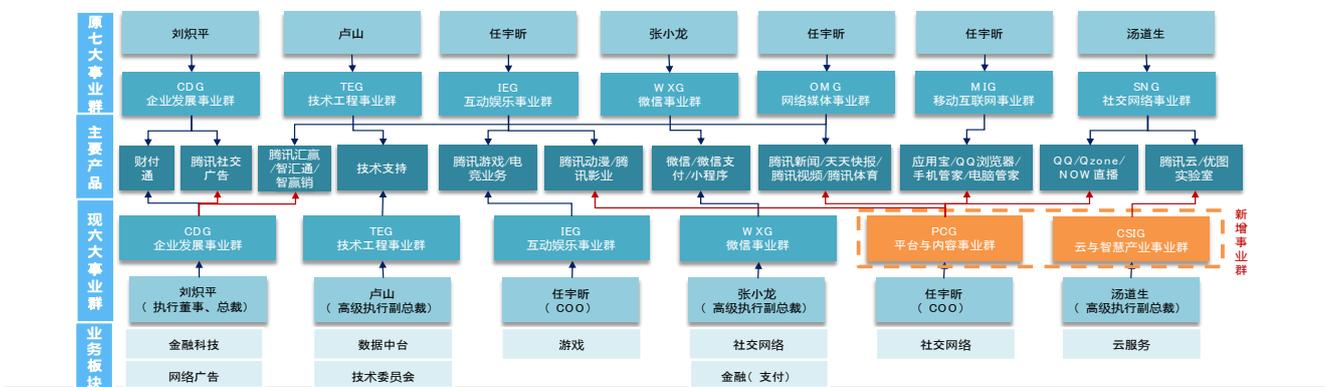
大渠道合作伙伴范围、销售团队的升级和利用小程序等现有产品的协同效应获取更多客户。

腾讯智慧产业解决方案中，智慧医疗和智慧交通是两大亮点产业。在智慧医疗领域，腾讯能够通过微信公众号、小程序和微信支付等便利患者挂号、诊断和支付需求；腾讯 AIMIS 已记录了超过 1 亿条病例，帮助医生服务了超过 100 万病人的诊断；腾讯还可以利用云计算、AI 和大数据分析等手段更好地管理员工与医患关系。

在智慧交通领域，腾讯的即时通讯和内容产品可以集成到车内智能系统中，小程序二维码服务了 120 个城市的 5,000 万乘客；腾讯 LBS 服务每天接受超过 600 亿次位置访问，帮助车辆导航；TAI 系统与 15 家汽车制造商达成车内互联网服务系统的合作；TAD 系统则提供高清地图、云计算和安全等服务。

公司预期未来在云服务方面的投入会增加，该服务目前利润率水平较低，通过云服务触达 B 端用户后，有机会孕育更多商业合作机会。

图表5： 腾讯组织架构变动



资料来源：腾讯官网，方正证券研究所

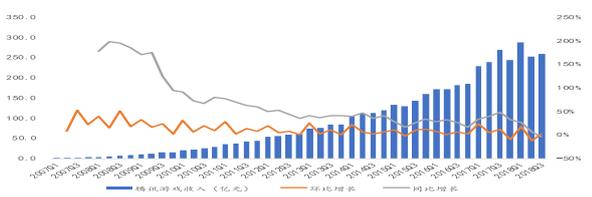
### 3 Q3 上新 10 款高 ARPU 手游拉动手游收入增长，出海游戏业绩亮眼；手游版号储备 16 部可支持正常发行到 19Q2，健康游戏系统将全面上线

#### 3.1 网络游戏收入

18Q3 腾讯网络游戏收入为 258.13 亿元 (YoY-4%，QoQ+2%)，网游收入下滑主要受 PC 端收入的减少影响，其中部分被手游收入增加所抵消。Q3 网络游戏收入占营收比例为 32% (YoY-9pct, QoQ-2pct)，游戏收入占比进一步降低。

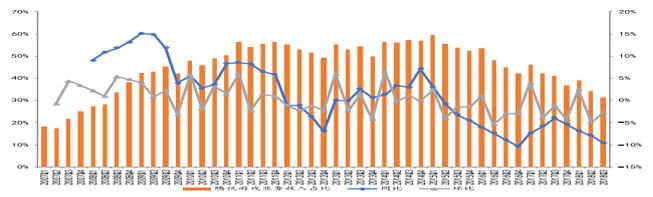
腾讯游戏在 ARPU、付费渗透率方面均超过行业平均水平。随着中国游戏用户规模增速的放缓，腾讯游戏一方面通过游戏内容和玩法更新以及新游发布维护游戏用户规模，另一方面在小程序游戏等领域开发新的游戏形式及营收模式，吸引新的潜在游戏群体，小程序游戏用户主要为女性。

图表6： 腾讯网络游戏收入及同环比增幅



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表7： 腾讯网络游戏收入占比及占比同环比变动



资料来源：公司财报，方正证券研究所

根据伽马数据《2018年7-9月移动游戏产业报告》，2018Q3中国移动游戏市场实际销售收入达356.1亿元，同比增长16.6%，环比增长9.7%，受新品表现出色和暑期档等因素影响，同环比增速均表现出一定回升。

18Q3腾讯手游收入(包含归属社交网络业务的手游收入)为195亿元(YoY+7%, QoQ+11%)，占手游+端游总收入比为61%(YoY+6pct, QoQ+3pct)，占18Q3中国移动游戏市场实际销售收入的54.8%。受《王者荣耀》付费用户环比增长及10款新游上线的驱动，手游收入和占比均录得同环比增长。根据极光大数据2018年9月手游DAU排名，《王者荣耀》以5,360万的DAU继续保持第一位；此外，《绝地求生：刺激战场》、《欢乐斗地主》等腾讯发行的游戏均上榜前十。18Q3《王者荣耀》更新了星元皮肤+个性化动作的新付费项目，拉动了付费用户的环比增长。

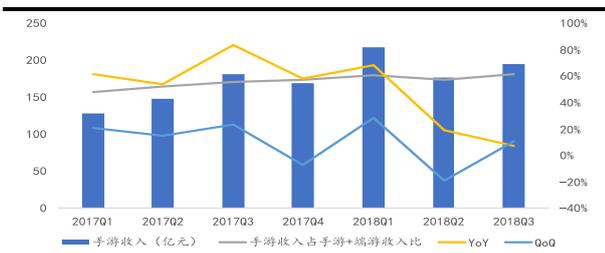
受游戏收入增长压力等影响，腾讯游戏加快了高ARPU值游戏产品的发布。在游戏新作方面，根据伽马数据，腾讯自研的动漫IP改编游戏《我叫MT4》上线两个月就冲至Q3游戏收入榜第三位，累计流水超过15亿元。作为《我叫MT》IP系列的第四款作品，前作已积累了大量的用户，同时腾讯能够帮助扩大用户覆盖范围，进一步提升货币化能力。2018Q3新游榜单(依据产品季度全平台流水状况)TOP10中，腾讯发行的新游占50%，《我叫MT4》、《圣斗士星矢》、《自由幻想》、《斗破苍穹：斗帝之路》以及《万王之王3D》分列第1/2/3/4/8位。五款游戏均为IP改编，包括动漫、端游和网文等IP。腾讯在这些领域的IP储备是支持未来新游开发和发行的强力因素。

根据腾讯手游收入、ARPU均值及游戏工委公布的2018上半年手游用户规模4.59亿测算，18Q3腾讯手游付费用户规模达1.05亿(YoY+1%, QoQ+11%)。

出海手游方面：根据App Annie数据，按MAU计，《PUBG Mobile》在国际市场成为全球(中国除外)第二受欢迎的智能手机游戏，收入环比增长超3倍，电竞赛事观看人次超过6,000万。根据Sensor Tower和游戏葡萄数据，Q3《PUBG Mobile》在App Store全球游戏下载榜中以超过3,000万次下载量获得首位，18Q3海外流水为6,600万美元，位列全球所有移动应用季度收入排行榜第37名。Sensor Tower 10月中国出海手游收入榜中，《PUBG Mobile》位列第四，10月流水达2,200万美元，与Q3月均流水持平，其月均流水较为稳定。

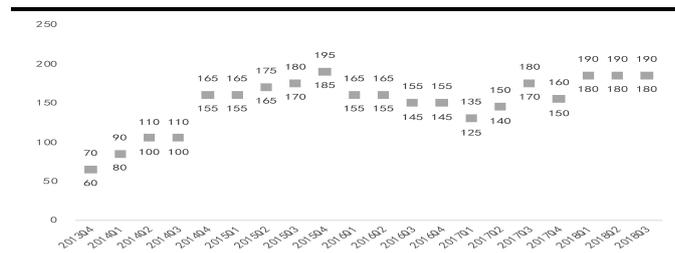
11月6日，日本公司DeNA宣布与腾讯展开合作，DeNA将负责腾讯手游在日本的本地化，并在日本上线。其中《Arena of Valor》日本版将于今年冬季上线，今后还将讨论上线腾讯的其他手游。

图表8： 腾讯手游收入/增速/占游戏收入比



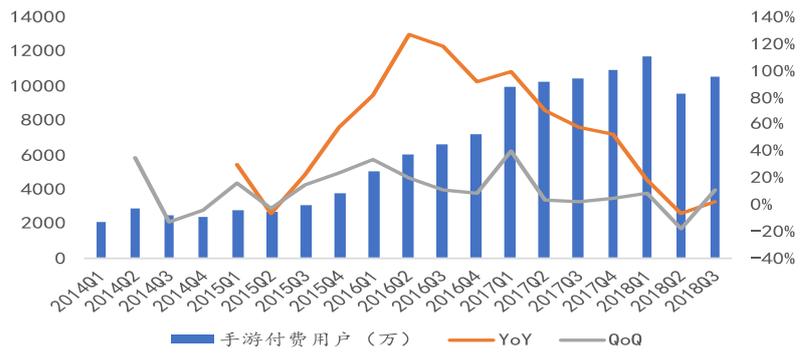
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表9： 腾讯手游 ARPU 区间 (元)



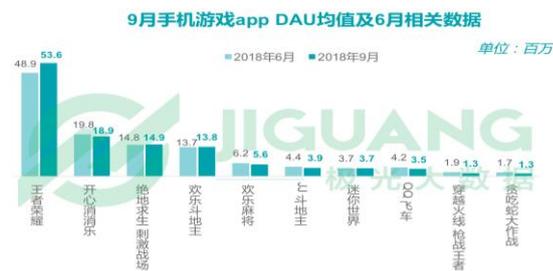
资料来源：业绩电话会，方正证券研究所

图表10：腾讯手游付费用户数测算及增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表11：9月 vs 6月手机游戏 DAU 均值



资料来源：极光大数据，方正证券研究所

图表12：2018Q3 新游榜 (按照产品全平台季度流水)

排名	游戏名称	游戏类型	IP类型
1	我叫MT4	MMORPG	动漫
2	圣斗士星矢 (腾讯)	卡牌类	动漫
3	自由幻想	MMORPG	端游
4	斗破苍穹：斗帝之路	MMORPG	网文
5	神都夜行录	卡牌类	原创
6	梦幻西游：游	策略角色扮演类	主机
7	风之大陆	MMORPG	端游
8	万王之王3D	MMORPG	端游
9	航海王：燃烧意志	回合制RPG类	动漫
10	剑侠世界2	MMORPG	端游

资料来源：伽马游戏，方正证券研究所

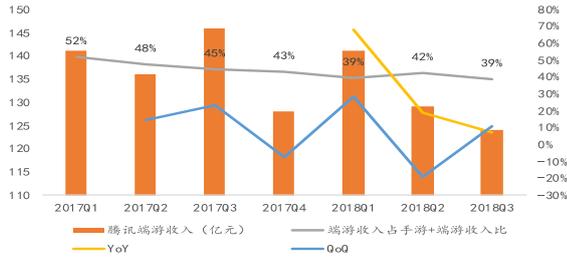
18Q3 腾讯端游收入 124 亿元 (YoY-15%, QoQ-4%)，端游占手游加端游总收入比为 39% (YoY-6pct, QoQ-3pct)。从端游 ARPU 区间来看，ACGs 和 MMOGs 的 ARPU 区间均有所提升：ACGs ARPU 区间为 160~670 元，上下限环比分别增长 7%和 12%；MMOGs ARPU 区间为 530~730 元，上下限环比分别增长 15%和 1%。

由于去年的高基数，同时用户持续由端游转向手游，端游收入继续下滑，但由于季节性因素，以及《穿越火线》、《地下城与勇士》与体育类游戏的内容更新，流水(递延前)环比增加。本季腾讯在海外推出自研战术竞技类游戏《无限法则》，在 Steam 上位列最高同时在线用户数前十游戏之一。

腾讯运营游戏的经验丰富，《英雄联盟》、《地下城与勇士》和《穿越火线》等经典头部游戏寿命均超过 7 年，游戏忠实玩家付费能力和购买意愿强，是腾讯端游维持发展的主要动力。PC 端游戏收入下滑是游戏行业向移动端转变的自然结果，但公司在积极引进海外成功的、国内尚未兴起的品类的端游，努力改善端游收入的下滑趋势。例如，18Q3 腾讯上线了篮球竞技类游戏《NBA2K OL2》，由 NBA 官方授权，并加入自由交易、街头模式等新玩法，吸引新老玩家以及 NBA 爱好者。

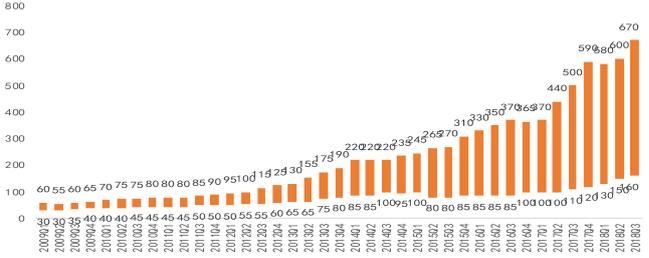
根据腾讯端游收入、ACGs 和 MMOGs ARPU、ACGs 和 MMOGs 用户规模比例 (依据 16Q1-16Q4 腾讯公布的两类游戏用户数，及 4% 的减速测算) 及游戏工委公布的端游用户规模计算，18Q3 腾讯端游付费用户数为 2,743 万 (QoQ-13%)，付费渗透率 21% (QoQ-3pct)。出海端游方面：9 月 20 日，腾讯在海外上线了自研大逃杀类端游《无限法则 (Ring of Elysium)》，登陆 Steam 当日同时在线人数入榜平台前十。

图表13: 腾讯端游收入/增速/占游戏收入比



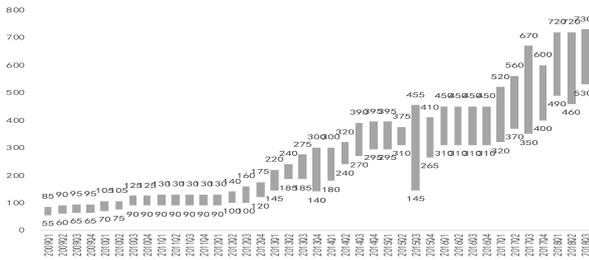
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表14: 腾讯 ACGs ARPU 区间 (元)



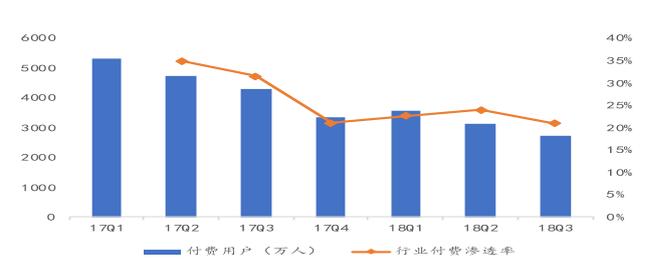
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表15: 腾讯 MMOGs ARPU 区间 (元)



资料来源: 业绩电话会, 方正证券研究所

图表16: 腾讯端游付费用户测算及市场渗透率



资料来源: 业绩电话会, 游戏工委, 方正证券研究所

### 3.2 游戏行业政策及游戏版号储备

在游戏行业政策方面, 2018年3月, 国务院机构改革对相关部门进行调整。新闻出版广电总局被撤销, 原国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责被划归中宣部, 后者加挂国家新闻出版署(国家版权局)牌子。而在文化部方面, 将文化部、国家旅游局的职责整合, 组建文化和旅游部, 不再保留文化部、国家旅游局。因为新闻出版总署的调整, 自2018年3月起, 游戏版号申办业务直接停办, 重新恢复申请的日期未知。中央机构改革主要时间节点如下: 1) 3月发文确定深化党和国家机构改革; 2) 6月20日, 各部门“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)”的三定规定报批印发; 3) 9月30日落实“三定”规定; 4) 党和国家机构要在今年年底前落实到位。11月13日, 全国31个省份的省级机构改革方案已全部获得中央批复同意, 各省区市将正式步入改革全面实施阶段, 这为恢复游戏审批创造了条件。省内机构改革完成的进度在2019年3月底, 行业主管部门对游戏行业的相关管理文件还在进行中, 企业仍需耐心等待。

18Q3公司共新上线了10款手游(《我叫MT4》《自由幻想》《妖神记》《圣斗士星矢》《电击文库:灵境交错》等)和一款端游《NBA2K OL2》。目前腾讯的游戏Pipeline中还有15款ACGs(其中3款获得版号), 1款MMOGs(获得版号), 29款QQ/微信手机游戏中心的手游(其中16款获得版号), 即手游和端游总计20款已获版号游戏。根据腾讯公布的18Q3产品列表, 公司计划18Q4上线4款已获版号手游《红警OL》、《轩辕剑Online》、《全民主公2》和《仙剑奇侠传4手游》, 均为代理作品。

腾讯目前储备的16款已获版号手游和4款端游, 按照每个季度推出5款手游+1款端游的进度, 可以支撑公司至19Q2。同时公司还储备有多款IP改编游戏, 若顺利获取版号, 预期也将获得不错的流

水。据管理层介绍，尽管目前游戏版号停发，腾讯在已有版号游戏储备的基础上，还获得了数款其他独立游戏开发商过去已获版号的游戏代理权。

图表17：2018年计划推出手游+端游及上线进程

游戏名称	游戏类型	自研/代理	手游/端游	研发公司	上线进程
暗黑之书	MMORPG	代理	手游	银汉游戏	封测
自由幻想	MMORPG	自研	手游	腾讯光子工作室群	7月3日不删档测试, APP Store免费榜第一
侍魂:胧月传说	3DARPG	代理	手游	乐道互动	7月3日删档测试, 380万人预约
电击文库:零境交错	格斗卡牌	代理	手游	91Act	8月8日不删档测试, 首日APP Store免费榜第一
传奇世界3D	MMORPG	代理	手游	盛大游戏	5月29日不删档测试, 首日APP Store免费榜第一
斗破苍穹:斗帝之路	MMORPG	自研	手游	腾讯天美工作室群	2018/9/19不删档测试, 首日APP Store免费榜第一
火影忍者OL	MMORPG	自研	手游	魔方工作室群	11月16日开放下载
云裳羽衣	恋爱换装	代理	手游	西山居	6月27日不删档测试, 首日APP Store免费榜第一
圣斗士星矢(腾讯)	3DMMO	自研	手游	腾讯天美工作室群	8月2日上线, 上线半天APP Store免费榜第一
完美世界	MMORPG	代理	手游	完美世界	10月16日内测, 905万人预约
王牌捉妖师	AR	自研	手游	腾讯光子工作室群	开启预约
雪鹰领主	MMORPG	自研	手游	腾讯北极光工作室群	141万人预约
一起来捉妖	AR	自研	手游	腾讯互娱	5月10日删档测试, 745万人预约
云梦四时歌	3D RPG	代理	手游	完美世界	10月8日测试服结束, 12.6万人预约
红警OL手游	SLG	代理	手游	有爱互动	10月17日不删档测试, 首日App Store 免费榜第一
猎人x猎人	ARPG	代理	手游	蓝图	327万人预约
堡垒之夜	战术竞技	代理	端游	Epic Games	8月17日国服开放测试
NBA2K Online 2	运动	代理	端游	Take-Two Interactive	8月2日不限号测试
《万智牌:竞技场》	格斗卡牌	代理	端游	Wizards Of The Coast	-
《艾兰岛》	沙盒	代理	端游	Bohemia Interactive	7月20日结束技术测试
《罗博建造》	沙盒	代理	端游	Freejam	5月9日不删档限号测试
《手工星球》	沙盒	自研	端游	腾讯	-

资料来源: 腾讯UP大会, Taptap, 游戏官网, 方正证券研究所

图表18: 2018Q3 腾讯新上线游戏概况(截止2018年11月15日)

游戏名称	上线时间	游戏品类	端游/手游	代理/自研	最高下载榜排名	最高畅销榜排名	备注
NBA2K OL2	2018年8月2日	Sports	端游	代理	-	-	-
自由幻想	2018年7月3日	RPG	手游	代理	1	2	上线至今从畅销榜TOP5下滑到20+
妖神记	2018年7月19日	RPG	手游	代理	2	11	上线至今下滑到畅销榜300+
我叫MT4	2018年7月26日	RPG	手游	代理	1	2	上线至今从畅销榜TOP5下滑到15+
圣斗士星矢	2018年8月2日	RPG	手游	自研	1	2	上线至今从畅销榜TOP1下滑到30+
电击文库:灵境交错	2018年8月7日	RPG	手游	代理	1	7	上线至今从畅销榜TOP10下滑到100
疯狂动物城-筑梦日记	2018年8月16日	Strategy	手游	自研	1	66	保持在解谜类游戏畅销榜TOP10
万王之王3D	2018年8月21日	RPG	手游	代理	1	4	上线至今从畅销榜TOP5下滑到15+, 11月15日回升到第8
全民冠军足球2018	2018年9月11日	Strategy	手游	代理	2	23	最高体育游戏畅销榜排名第一
斗破苍穹正版手游	2018年9月19日	RPG	手游	自研	1	4	上线至今下滑到畅销榜100左右
初音未来:梦幻歌姬	2018年9月26日	Action	手游	代理	3	81	下滑到游戏畅销榜200+

资料来源: AppAnnie, 游戏官网, 方正证券研究所

图表19: 腾讯游戏储备

ACGs	游戏类型	自研/代理	是否获得版号	备注	QQ/微信手机游戏中心	游戏类型	自研/代理	是否获得版号	备注
火影计划	FPS	代理	是		全民主公2	Strategy	代理	是	计划18Q4上线
兽人必须死	TOBA	代理	是		龙珠最强之战	RPG	代理	是	
百变球球	Action	代理	是		恋世界	恋爱	代理	是	
虚幻争霸	MOBA	代理	否		剑侠情缘2:剑歌行	RPG	代理	是	
火箭联盟	Sports	代理	否		剑网3:指尖江湖	RPG	代理	是	
堡垒之夜	FPS	代理	否		魂武者	街机格斗	代理	是	
生存王者	FPS	代理	否		红警OL	Strategy	代理	是	计划18Q4上线
绝地求生	FPS	代理	否		光明勇士	RPG	代理	是	
手工星球	沙盒	代理	否		地下城与勇士 手游	RPG	代理	是	
艾兰岛	沙盒	代理	否		一人之下	RPG	自研	否	
罗博建造	沙盒	代理	否		雪鹰领主手游	RPG	自研	否	
万智牌:竞技场	TCG	代理	否		我的起源	沙盒	代理	否	
无限法则	FPS	自研	否		完美世界	RPG	代理	否	
怪物猎人:世界 (WeGame)	3D Action RPG	代理	否		天涯明月刀手游	RPG	自研	否	
彩虹六号:围攻 (WeGame)	FPS	代理	否		天堂II:革命	MMORPG	代理	否	
					石器时代	2D MMORPG	代理	否	
MMOGs	游戏类型	自研/代理	是否获得版号	备注	全职猎人	RPG	代理	否	
王牌对决	2D MMOG	代理	是		权力的游戏	RPG	代理	否	
					秦时明月手游	RPG	自研	否	
QQ/微信手机游戏中心	游戏类型	自研/代理	是否获得版号	备注	绝地求生:全军出击	大逃杀	自研	否	
云梦四时歌	卡牌	代理	是		绝地求生:刺激战场	大逃杀	自研	否	
一起来捉妖	AR捉妖	自研	是		街霸OL	卡牌	自研	否	
妖精的尾巴:魔导少年	RPG	自研	是		极品飞车OL 手机版	竞速	代理	否	
轩辕剑 Online	RPG	代理	是	计划18Q4上线	火影忍者OL	RPG	自研	否	
仙剑奇侠传4手游	RPG	代理	是	计划18Q4上线	狐妖小红娘	RPG	自研	否	
无尽远征	RPG	代理	是		暗黑之书	暗黑动作RPG	代理	否	
侍魂-胧月传说	和风动作	代理	是						

资料来源: 公司产品列表, 游戏工委, 方正证券研究所

### 3.3 未成年人健康游戏系统

11月6日的“未成年人守护生态共建发布会”上，腾讯宣布在全线游戏产品启用《王者荣耀》的健康系统，通过用户账号强制接受公安实名校验、人脸识别等技术识别12岁以下未成年游戏玩家，并限制其游戏市场、登陆时段等。在此基础上，盛大、创梦天地、三星、华为、vivo、OPPO和小米都将加入到相关的计划当中，例如手机将支持家长查看设备登录过的所有小号，并汇集所有账号的游戏时长数据传输到手机上。

腾讯将通过成长守护平台、游戏健康系统以及主动服务工程共同营造未成年人健康游戏环境。在游戏健康系统等的支持下，一部分儿童的游戏市场显著下降，并有超过100万用户注册了家长指导平台。维护健康的游戏环境是行业趋势所在，未来公司会继续进行投资，营造长期可持续发展的游戏环境。

#### 4 小程序 DAU 达 2 亿，TOP100 小程序类型多样化；7 月全面开放广告组件，微信抽成过半

第五届互联网大会上，马化腾公布了目前小程序的 DAU 达 2 亿，并有超过 150 万的开发者加入到了小程序的开发，小程序应用数量超过一百万，覆盖 200 多个细分的行业。

阿拉丁 10 月小程序 TOP100 榜单显示，各行业小程序的留存率和访问深度都在不断提升，用户使用粘性越来越高。其中，游戏类上榜数量为 12 个，比 9 月少 1 个，《跳一跳》《欢乐斗地主》《最强连一连》《海盗来了》《欢乐球球》等游戏长期在榜；更多细分行业小程序进入榜单，包括旅游出行、网络购物和视频等，腾讯视频小程序排名 22 位，较 9 月提升了 5 位。7 月，微信全面开放了小程序广告组件，开发者可在后台申请开通广告位，按月获得广告收入，微信对单日收入 10 万元以下部分抽成 50%，对 10 万元以上部分抽成 70%。3 月广告组件测试期间，游戏小程序广告日流水超千万，eCPM 流量变现效率超过 80 元。

在十一假期的用户出行高峰中，同程艺龙通过“好友砍价”、“拼团立减”等分享裂变模式迅速获取大量用户，再通过优惠券的消息推送，实现用户留存的提升，占据小程序指数榜单首位。

小程序作为连接器，帮助微信庞大的用户群与长尾的商家以及广泛的应用场景形成连接，微信支付可促进商业闭环的形成，而腾讯云也可以为垂直行业提供定制解决方案。小程序是腾讯由消费互联网向产业互联网转型的重要工具，对腾讯的用户体验、B 端关系、支付业务、广告、云计算均有战略性作用。

图表20：2018年9-10月TOP100榜单行业领域分布对比



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，方正证券研究所

## 5 社交网络收入同比增长 19%，腾讯视频订阅人数达 8,200 万，19 年全面布局头部+垂直精品内容，版权+自制覆盖全圈层

18Q3 增值服务收入 440.49 亿元 (YoY+5%, QoQ+5%)，其中社交网络收入为 182.36 亿元 (YoY+19%, QoQ+8%)，主要受直播服务、视频流媒体订购及音乐和文学作品销售收入的增加驱动。18Q3 腾讯视频的订阅用户数达到 8,200 万 (YoY+79%, QoQ+11%)，主要受到优质电视剧、自制综艺和动画等内容的驱动，包括电视剧《扶摇》、《如懿传》，获得动画大奖的《斗罗大陆》等。根据艾瑞 App 指数，7-9 月腾讯视频月独立设备数均值约为 6 亿，与 4-6 月均值基本持平，订阅用户数环比显著增长表明腾讯视频付费渗透率的提升。18Q3 爱奇艺订阅用户数为 8,070 万 (YoY+89%, QoQ+20%)，其艾瑞 App 指数 7-9 月月独立设备数均值为 6.1 亿，相比之下腾讯视频在订阅用户数和付费渗透率上均处于领先地位。

根据艾瑞和 AppAnnie 等第三方调研机构数据，腾讯视频在 DAU、日均使用总时长、品牌忠诚度、无提示用户提及率等方面均列行业首位。AppAnnie 2018 年 1-7 月全球非游戏类应用畅销排行榜上，腾讯视频位列中国区第一位；极光大数据 2018 年 9 月在线视频渗透率排行榜中，腾讯以 48% 的渗透率位列第一。

根据云合数据，2018 年 1-9 月上新连续剧累计正片有效播放 TOP20 中，腾讯独播剧集占 4 部，包括《扶摇》、《如懿传》、《独孤天下》和《沙海》，爱奇艺和优酷独播分别占 3 部和 1 部。榜单可以看出观众对古装剧的喜爱和关注度仍然高居不下。2018 年腾讯视频播放量超 20 亿的电视剧有 23 部，《创造 101》则成为首个播放期间微博热搜条数过千的综艺节目。

18Q4 腾讯视频在播的内容中，电视剧《将夜》《你和我的倾城时光》《凉生，我们可不可以不忧伤》等均位于猫眼全平台电视剧+网络剧热度榜 TOP10；综艺方面，腾讯自制《吐槽大会 3》《超新星运动会》和版权独播《梦想的声音第三季》等也登上猫眼全平台综艺热度榜 TOP10，微博话题讨论度也较高；纪录片和动漫方面，腾讯自制美食纪录片《风味人间》网文 IP 改编动画《星辰变》豆瓣评分分别为 9.3 和 8.6 分，口碑流量双丰收。

“2019 腾讯 V 视界大会”上宣布了腾讯视频 2019 年的内容规划，主要从头部储备和垂直圈层精品两个方面的投入巩固行业龙头地位。2019 年，腾讯视频将继续深耕女性励志题材剧集；包括《九州斛珠夫人》、《知否》、《三生三世枕上书》、《镜》系列等，男性题材方面有《孤城闭》、《庆余年》等作品；垂直剧集上则通过《全职高手》、《致我们暖暖的小时光》、《鬼吹灯之怒晴湘西》、《古董局中局》等覆盖热血、青春、探险和科幻等众多细分题材；现实题材上有正午阳光三部大作《大江大河》、《尉官正年轻》、《都挺好》；此外《天龙八部》和《仙剑奇侠传》等经典作品翻拍也将登陆平台。

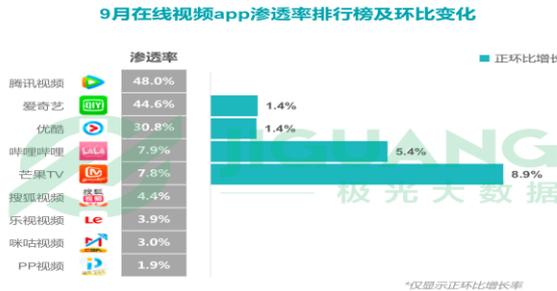
综艺方面，自制综艺《创造 101》、《明日之子》、《幸福三重奏》、《奇遇人生》和《心动的信号》等热门节目都将推出续集；《奔跑吧》、《极限挑战》等综 N 代版权综艺也都将在腾讯视频独家放送。

纪录片方面,《风味人间》以口碑和情怀触及多圈层观众,豆瓣评分分达 9.3 分,平台还将推出该片续集,以及聚焦潮流文化等年轻题材的纪录片。

动漫方面,腾讯视频继续深耕网文 IP 改编,更新《全职高手》、《斗罗大陆》等续集,并上线《武动乾坤》、《雪鹰领主》等新作。

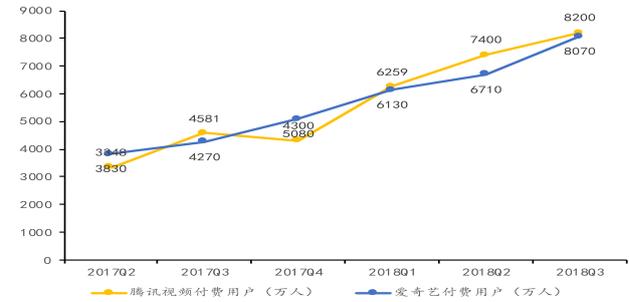
腾讯视频在版权和自制储备方面极为丰富,全面覆盖各年龄层和各题材,利用强大的内容优势进一步吸引付费订阅用户和广告招商。

图表21: 18.9 在线视频渗透率排行榜及环比变化



资料来源:极光大数据,方正证券研究所

图表22: 腾讯视频 vs 爱奇艺付费用户数 (万人)



资料来源:公司财报,方正证券研究所

图表23: 2018 年 1-9 月上新连续剧累计正片有效播放 TOP20 (截止 9 月 30 日)

2018年1-9月上新连续剧累计正片有效播放TOP20

剧名	正片有效播放 (亿)	题材	上线日期	播放平台
延禧攻略	84.6	宫廷	2018/7/19	iQIYI
香蜜沉沉烬如霜	77.0	传奇	2018/8/2	多平台
扶摇	59.3	传奇	2018/6/18	腾讯视频
谈判官	41.9	都市	2018/2/4	多平台
如懿传	38.4	宫廷	2018/8/20	腾讯视频
猎毒人	35.9	悬疑	2018/7/6	多平台
恋爱先生	35.1	都市	2018/1/12	多平台
一千零一夜2018	31.8	科幻	2018/6/25	多平台
独孤天下	30.7	宫廷	2018/2/21	腾讯视频

沙海	28.9	悬疑	2018/7/20	腾讯视频
归去来	26.8	青春	2018/5/14	多平台
芸汐传	25.6	传奇	2018/6/25	iQIYI
甜蜜暴击	25.4	青春	2018/7/23	多平台
烈火如歌	22.0	传奇	2018/3/1	腾讯视频
凤囚凰	21.5	传奇	2018/1/14	多平台
南方有乔木	19.9	都市	2018/3/25	多平台
利刃出击	17.7	军旅	2018/2/28	多平台
为了你我愿意热爱整个世界	16.0	都市	2018/6/18	iQIYI
和平饭店	15.6	谍战	2018/1/25	多平台
远大前程陈思诚版	15.5	都市	2018/4/1	多平台

资料来源:云合数据,方正证券研究所

图表24: 2019 年腾讯视频内容清单

片名	内容类型	自制/版权	题材	片名	内容类型	自制/版权	题材
九州斛珠夫人	电视剧	版权	女性励志	奇遇人生2	综艺	自制	慢综艺
三生三世枕上书	电视剧	版权	女性励志	心动的信号2	综艺	自制	素人恋爱
知否知否应是绿肥红瘦	电视剧	版权	女性励志	即刻电音	综艺	自制	音乐
《镜》系列	电视剧	版权	女性励志	朝阳里N3	综艺	自制	素人恋爱
孤城闭	电视剧	版权	男性题材	奔跑吧第三季	综艺	版权	综N代
庆余年	电视剧	版权	男性题材	极限挑战第五季	综艺	版权	综N代
九州缥缈录	电视剧	版权	男性题材	我就是演员第二季	综艺	版权	演技竞技
全职高手	电视剧	自制	热血	幻乐之城第二季	综艺	版权	音乐唱演
致我们暖暖的小时光	电视剧	自制	青春	中餐厅第三季	综艺	版权	慢综艺
绅探	电视剧	自制	推理	风味人间2	纪录片	自制	美食
鬼吹灯之怒晴湘西	电视剧	自制	探险	风味实验室2	纪录片	自制	美食
古董局中局	电视剧	自制	探险	风味原产地	纪录片	自制	美食
三体	电视剧	自制	科幻	宵夜江湖	纪录片	自制	美食
大江大河	电视剧	自制	现实	是面包、是空气、是奇迹啊	纪录片	自制	年轻人独立思想
厨官正年轻	电视剧	自制	现实	潮City	纪录片	自制	潮流文化
都挺好	电视剧	自制	现实	决胜！无人机	纪录片	自制	潮流文化
《人民的名义》续作	电视剧	自制	现实	王前	纪录片	版权	人文历史
隐秘而伟大	电视剧	自制	现实	行星	纪录片	版权	自然科学
风声	电视剧	自制	现实	战国风云录	纪录片	版权	人文历史
瞄准	电视剧	版权	现实	全职高手2	动漫	自制	网文改编
天龙八部	电视剧	版权	武侠	斗罗大陆2	动漫	自制	网文改编
倚天屠龙记	电视剧	版权	武侠	武动乾坤	动漫	自制	网文改编
仙剑奇侠传	电视剧	版权	武侠	吞噬星空	动漫	自制	网文改编
小团圆	电视剧	自制	现实	雪鹰领主	动漫	自制	网文改编
创造101第二季	综艺	自制	选秀	穿越火线	动漫	自制	网文改编
明日之子3	综艺	自制	选秀	星辰变2	动漫	自制	网文改编
幸福三重奏2	综艺	自制	慢综艺				

资料来源:2019 腾讯 V 视界大会,方正证券研究所

在线音乐方面,18Q3 腾讯音乐旗下 App 仍全部位列 TOP5,但整体音乐类 App 周活渗透率和人均打开次数较 18 上半年均有所下降,主要受到短视频等内容的分流,其中酷我音乐周活渗透率由 18 上

半年的 2.20% 跌至 1.86%，与网易云音乐交换了排位。从腾讯音乐娱乐集团的招股书来看，集团收入主要靠社交娱乐及其他业务和在线音乐业务两部分构成：1) 前者包括虚拟礼物、周边产品和会员收入，18Q2 收入达 32 亿元，占营收比 71%；2) 后者包括会员订阅、数字专辑/单曲销售和广告等收入，18Q2 收入达 13 亿，占比 29%。截止 18Q2，腾讯在线音乐业务和社交娱乐业务用户规模分别达 6.44 亿和 2.28 亿，付费用户分别为 2,330 万和 950 万，付费渗透率分别达 3.6% 和 4.2%，与在线视频平台付费渗透率还有较大差距。

短视频方面，2018 年 Q3 我国短视频用户规模维持在 5 亿左右，抖音和快手用户体量继续扩大。9 月，腾讯开始通过在微信朋友圈植入推广来扶持微视，根据 QuestMobile 2018 年 9 月短视频行业典型 App 月活规模数据，微视 MAU 达 6,453 万，较 6 月的 4,310 万环比增长 49.7%，17 年 9 月~18 年 9 月 CAGR+48,094%，微信引流效果显著。2018 腾讯全球合作伙伴大会上，腾讯正式推出了新短视频 App——Yoo 视频。Yoo 视频定位为精品短视频 App，将侧重两大类内容：1) 人格化、生活化的内容，鼓励用户分享生活趣事；2) 微短剧、微综艺类内容，用 PGC 提升平台内容质量。根据企鹅智酷的短视频用户画像分析，短视频用户中一线城市占比仅为 10%，低线城市是用户的主要来源；Yoo 视频则希望打破这一分布，为年轻人带来更多精品短视频内容。目前 Yoo 视频已吸引了众多头部达人入驻，并以独特的赛道模式，鼓励用户参与和分享。

图表25：2018Q3 音乐类 App 排行榜

排名	应用名	周活渗透率	周人均打开次数
1	 酷狗音乐	10.1900%	30.2
2	 全民K歌	6.0720%	132.9
3	 QQ音乐	5.6855%	30.7
4	 网易云音乐	1.9494%	75.7
5	 酷我音乐	1.8635%	28.4
6	 唱吧	0.1795%	108.2
7	 虾米音乐	0.1774%	55.2
8	 咪咕音乐	0.1284%	29.5
9	 多米音乐	0.1070%	7.9
10	 千千音乐 (原百度音乐)	0.0399%	18.4

资料来源：猎豹大数据，游戏官网

图表26：2018年9月短视频行业典型 APP 月活规模



资料来源：QuestMobile，方正证券研究所

## 6 网络广告收入营收贡献占比首次突破 20%，优质版权内容和自制综艺推动媒体广告增长，受益于朋友圈广告加载率提升、小程序广告资源的开发，社交广告占比提升，继续引领广告收入增长

公司按照广告属性将网络广告分为媒体广告和社交及其他广告。18Q3 网络广告业务收入达 162.47 亿元 (YoY+47%，QoQ+15%)，占营收比 20% (YoY+3pct，QoQ+1pct)。媒体广告收入达 50.9 亿元 (YoY+23%，QoQ+8%)，占网络广告 31% (YoY-6pct，QoQ-2pct)，占总营收比 6%；社交及其他广告 111.57 亿元 (YoY+61%，QoQ+19%)，占网络广告 69% (YoY+6pct，QoQ+2pct)，占总营收比 14%，社交广告的占比逐步提升。

(1) 媒体广告收入主要包含视频广告和新闻广告。优质版权及原创内容的加持推动腾讯视频付费用户达 8,200 万，同比增长 79%。腾讯视频在移动端日活跃用户数、使用日均总时长、无提示用户提及率、品牌忠诚度、品牌满意等多个核心指标上均位列行业第一。

视频的优质 IP 和原创内容在帮助用户规模和参与度提升的同时也推动了广告收入的增长。《扶摇》、《如懿传》等热门电视剧的成功，以及自制综艺赞助广告的增加，推动视频广告同比增长 34%，环比增长 13%。截止 11 月 15 日，《扶摇》、《如懿传》播放量分别达 143 亿和 159 亿，分别为 7 月和 9 月的综合播放量冠军。自制综艺《明日之子第二季》《潮音战纪》《心动的信号》也成为爆款，其中《明日之子 2》为 Q3 综艺播放量冠军，达 47.9 亿（截止 11 月 15 日）。新闻广告收入由于广告加载的提升收获同比增长，环比由于体育赛事的减少而出现下滑。曾经用于对标今日头条的天天快报在 Q3 猎豹公布的新闻资讯排行榜中继续排名第 5，且与今日头条有较大的差距。腾讯新闻受今日头条极速版挤占，排名环比有所下滑，至第 3。根据 QM 报告，综合资讯类在中国移动互联网总时长占比 9 月同比有略微下滑，由 8.5% 调整至 8.2%，短视频的崛起对图文类的新闻资讯具有一定替代作用。QQ 看点作为腾讯信息流冲出的黑马，其广告收入录入社交广告，故不在媒体广告中体现。

(2) 社交及其他广告收入。得益于微信朋友圈的广告资源增多，小程序开放新的广告资源、移动广告联盟的广告展示量及 eCPM 提升，QQ 看点新闻信息流的流量增长及商业化提升，Q3 社交及其他广告收入同环比均有所提升。3 月底微信朋友圈提升广告加载率，将广告展示量由每天一条增加至最多两条。另外小程序开放新的广告资源，5 月小游戏激励式视频广告全面开放。社交广告收入同比增长主要由于朋友圈、小程序及 QQ 看点的广告资源及存货增加所推动，而环比则主要由于朋友圈部分地区广告加载的进一步提升以及小程序广告曝光量的增加。通过与本地广告代理商的合作，将微信支付所触达的长尾商户转化为广告主，也帮助扩大了朋友圈的广告主基数，有效利用了朋友圈广告的 LBS 属性。

图表 27: 2018Q3 新闻类 App 排行榜

排名	应用名	周活渗透率	周人均打开次数
1	 今日头条	15.5881%	152.4
2	 今日头条极速版	12.0572%	167.0
3	 腾讯新闻	10.9500%	130.9
4	 趣头条	4.9977%	147.7
5	 天天快报	2.5808%	129.4
6	 一点资讯 (包括手机预装版)	1.0909%	79.1
7	 搜狐新闻	1.8009%	26.4
8	 网易新闻	1.6487%	28.7
9	 新浪新闻	1.6062%	29.2
10	 凤凰新闻	1.0416%	28.4

资料来源: 猎豹大数据, 方正证券研究所

**7 其他业务: 2B 业务是中长期业绩核心增长来源, 转型产业互联网, 帮助 B 端与 C 端连接, 金融、云和小程序将成行业重要推动力量, 支付业务短期面临备付金收入减少, 毛利率下滑**

18Q3, 公司其他业务收入为 202.99 亿人民币 (YoY+69%, QoQ+16%), 主要得益于支付相关金融服务与云服务的贡献。公司日均交易量同比增长超 50%, 其中线下日均商业支付交易量同比增长 200%, 仍处于快速上涨中, 公司也保持着中国移动支付市场的领先地位, 移动支付的 MAU 和 DAU 均为市场第一。支付方面, 6 月 29 日, 央

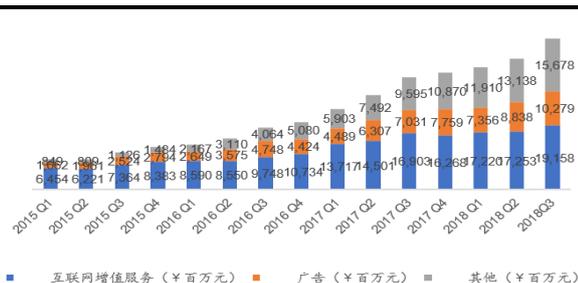
行印发《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》，宣布自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。截至 Q3，公司已基本完成迁移至网联清算有限公司的集中清算系统的工作。据管理层透露，本季度备付金的利息收入占比其他业务为高个位数（high single digits），即 5-10% 之间。由此可推断，备付金利息收入为 10-20 亿元，上一季度此项收入占比为百分之十几（low teens），假定为 15%，则上季度收入为 26 亿。而随着迁移工作的完成以及交存比例提升至 100%，预计 Q4 备付金的利息收入将继续减少，至 19Q1 减少至 0。从 8 月 1 日起，公司针对信用卡还款收取千 1 手续费，信用卡还款手续费收入一定程度上抵消了利息减少的影响。云服务方面，公司云服务收入同比翻倍，环比录得两位数增长。腾讯首次披露云服务收入规模，前三季度收入加总超过 60 亿元。云服务的付费用户数收获三位数同比增长，在游戏与直播领域保持领先，同时对于金融与零售领域的渗透也在提升。9 月底的组织架构调整确立了 2B 业务作为公司未来的重点发力方向，以及长期业务增长点，公司也将持续拓宽云服务的产品数量和行业解决方案，建立统一的销售团队以提升大客户的获取效率，同时依托小程序和支付来获取更多长尾的商户客户。随着公司向产业互联网转型，帮助更多商户与 C 端用户形成连接，数据化更多商业环节，公司的云服务和金融业务还将继续贡献新的营收增长。

## 8 其他财务指标

### 8.1 成本结构

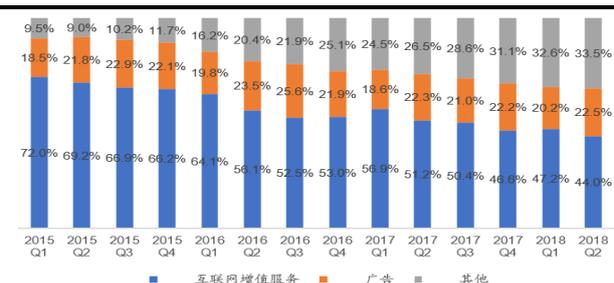
18Q3 公司收入成本达 451.15 亿元，同比增长 35%，环比增长 15%，增长主要源自支付相关服务成本、渠道成本以及内容成本的增加，占收入比重由去年同期的 51% 增长至 56%。增值服务收入成本 191.58 亿元（YoY+13%，QoQ+11%），同比增长主要是由于增值服务中高毛利的网游收入占比减少，数字内容（包括视频流和媒体订购及直播）的内容成本的增加及智能手机游戏渠道成本的增加；环比增长主要由于代理游戏增多带来游戏内容成本的增加，以及视频内容成本和手游渠道成本的增长。网络广告收入成本 102.79 亿元（YoY+46%，QoQ+16%），同比增长源于内容成本的增加，而流量获取成本及广告代理佣金也贡献了增长；环比增长主要由于内容成本和广告代理佣金的增加。其他业务收入成本 156.78 亿元（YoY+63%，QoQ+19%），增长与支付相关服务及云服务收入规模扩大相匹配。

图表28：腾讯收入成本分业务（百万元）



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表29：腾讯收入成本分业务占比

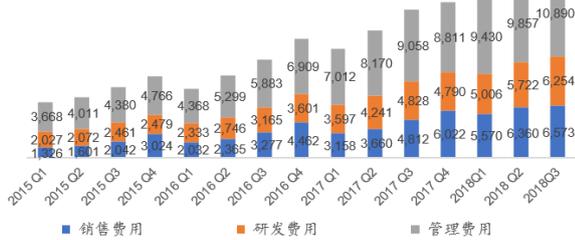


资料来源：公司财报，方正证券研究所

18Q3 营销费用 65.73 亿元，同比增长 37%，主要是由于网络游戏、网络视频、支付相关产品及平台的推广开支增加；环比增长 3%，主要是网络视频业务及支付相关业务的推广增加。营销费用占收入比例为 8% (YoY+0.8pct, QoQ-0.5pct)。

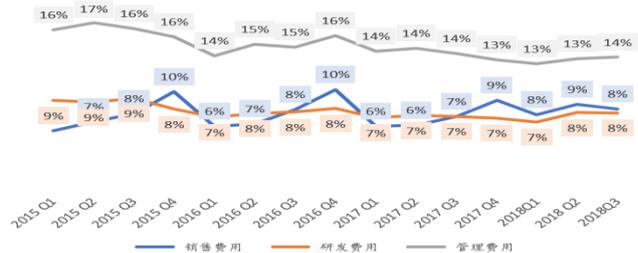
公司一般及行政支出 108.90 亿元 (包含研发费用) (YoY+20%, QoQ+10%)，增长主要受研发开支及雇员成本的增加所推动；一般及行政支出占收入比为 14% (YoY-0.4pct, QoQ+0.1pct)。其中研发费用 62.54 亿元 (YoY+30%, QoQ+9%)，除去研发费用后的一般行政支出费用 41.35 亿元 (YoY+10%, QoQ+12%)。

图表30：经营费用（百万元）-G&amp;A 包含研发费



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表31：各项费用占收入比例-G&amp;A 包含研发费



资料来源：公司财报，方正证券研究所

## 8.2 利润率及其他财务指标

18Q3 毛利 354.80 亿元 (YoY+12%, QoQ+3%)，毛利率 44% (YoY-4.6pct, QoQ-2.8pct)。增值服务毛利率 56.5% (YoY-3.4pct, QoQ-2.5pct)，网络广告毛利率 36.7% (YoY+0.4pct, QoQ-0.7pct)，其他业务毛利率 22.8% (YoY+2.5pct, QoQ-2.1pct)，网络广告与其他业务毛利率同比均现上升，但环比来看，由于投入增加，均有所下滑。支付业务由于备付金利息收入减少对毛利率产生压力。而增值服务由于收入增长放缓显著，成本由于手游的渠道成本和内容成本投入仍在增加，导致毛利率同环比均现下滑。整体来看，增值服务毛利率最高，然而由于收入占比减少，带动公司整体毛利率下滑。GAAP 利润及利润率情况：公司 18Q3 实现营业利润 278.61 亿元 (YoY+22%, QoQ+28%)，归母净利润 233.33 亿元 (YoY+22%, QoQ+28%)，增速快于收入增长。毛利率同环比均有所下滑，而行政费用与营销费用占收入比重变化不显著，同环比利润增量主要有其他收益以及净额贡献。18Q3 录得其他收益 87.62 亿元，同比增长 124%，环比增长 250%，主要来源于美团点评 IPO 所带来的公允价值收益以及其他投资公司估值增加收益。同时公司对一些网游、娱乐及电子商务公司的投资公司进行了减值拨备。所得税开支环比变动不显著，同比减少 35%，主要由于应纳税盈利及预提所得税减少。18Q3 营业利润率为 34.6% (YoY-0.3pct, QoQ+5.0pct)，净利率 29.0% (YoY+1.3pct, QoQ+4.7pct)。

GAAP 利润与 Non-GAAP 利润比较：公司 18Q3 实现经调整营业利润 225.63 亿元 (YoY+4%, QoQ+1%)，归母净利润 233.33 亿元 (YoY+15%, QoQ+0%)。经调整营业利润率为 28.0% (YoY-5.1pct, QoQ-2.2pct)，经调整净利率 24.5% (YoY-1.7pct, QoQ-2.3pct)。GAAP 业绩和 Non-GAAP 业绩出现了分化，主要原因即 Non-GAAP 调整中将投资公司收益调减，减值拨备调增，较为真实的反映了公司主营业务的业绩情况。3Q 大战后公司将“资本+流量”确认为公

司核心优势，对外进行输出，开始进行大规模投资，从 16Q4 所投资公司开始进入收获阶段，并为公司贡献利润增长，其他收益占归母净利润比例逐渐上升。其他收益具有不确定性，同时随着公司向产业互联网的转型，收入结构中低毛利业务占比提高，以及在金融和云服务领域加大投入，未来利润率面临一定压力。

图 32: 腾讯分业务收入占比 (季度)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
社交网络	24%	23%	23%	23%	25%	24%	24%	24%	25%	23%	24%	23%	25%	23%	23%
网络游戏	59%	56%	54%	53%	53%	48%	45%	42%	46%	42%	41%	37%	39%	34%	32%
网络广告	12%	17%	19%	19%	15%	18%	19%	19%	14%	18%	17%	19%	14%	19%	20%
其他	5%	4%	4%	5%	7%	10%	12%	15%	15%	17%	18%	21%	22%	24%	25%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图 33: 腾讯分业务毛利率 (季度)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
增值服务	65.3%	66.2%	64.2%	63.7%	65.6%	66.7%	65.2%	63.2%	60.9%	60.6%	59.9%	59.3%	63.3%	59.0%	56.5%
网络广告	39.0%	51.9%	48.9%	51.3%	43.7%	45.3%	36.3%	46.6%	34.8%	37.8%	36.3%	37.2%	31.2%	37.4%	36.7%
其他	19.1%	12.8%	-1.5%	9.5%	7.0%	10.6%	18.1%	20.4%	21.9%	22.4%	20.3%	22.8%	25.4%	24.9%	22.8%
整体	60.0%	61.6%	58.6%	58.4%	58.1%	57.3%	54.0%	53.9%	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.4%	46.8%	44.0%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图 34: 腾讯各项利润率 (GAAP, 季度)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
毛利率	60.0%	61.6%	58.6%	58.4%	58.1%	57.3%	54.0%	53.9%	51.3%	50.0%	48.6%	47.4%	50.4%	46.8%	44.0%
经营利润率	41.8%	42.8%	38.8%	35.8%	41.9%	40.1%	35.8%	31.8%	38.9%	39.9%	34.9%	38.7%	41.7%	29.6%	34.6%
净利率	30.7%	31.2%	28.0%	23.5%	28.7%	30.1%	26.4%	24.0%	29.2%	32.2%	27.6%	31.3%	31.7%	24.3%	29.0%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图 35: 腾讯各项利润率 (Non-GAAP, 季度)

Non-GAAP	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业利润率	42.0%	44.0%	39.5%	37.9%	42.1%	41.2%	37.2%	34.1%	37.4%	35.4%	33.1%	32.9%	34.4%	30.2%	28.0%
净利率	30.7%	31.2%	28.5%	29.4%	31.4%	31.7%	29.1%	28.1%	28.7%	29.0%	26.2%	26.3%	24.9%	26.8%	24.5%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图 36: 腾讯经调整利润 (百万元) 及增速 (季度)

Non-GAAP	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业利润	9,399	10,316	10,516	11,533	13,484	14,687	15,037	14,946	18,520	20,036	21,614	21,853	25,272	22,258	22,563
YoY					43%	42%	43%	30%	37%	36%	44%	46%	36%	11%	4%
QoQ		10%	2%	10%	17%	9%	2%	-1%	24%	8%	8%	1%	16%	-12%	1%
归母净利润	6,883	7,314	7,584	8,953	10,032	11,319	11,737	12,332	14,211	16,391	17,070	17,454	18,313	19,716	19,710
YoY					46%	55%	55%	38%	42%	45%	45%	42%	29%	20%	15%
QoQ		6%	4%	18%	12%	13%	4%	5%	15%	15%	4%	2%	5%	8%	0%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图 37: 腾讯各项利润 (GAAP, 百万元) 及增速 (季度)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
毛利润	13,434	14,438	15,580	17,780	18,589	20,456	21,828	23,626	25,443	28,306	31,681	31,495	37,042	34,446	35,480
YoY					38%	42%	40%	33%	37%	38%	45%	33%	46%	22%	12%
QoQ		7%	8%	14%	5%	10%	7%	8%	8%	11%	12%	-1%	18%	-7%	3%
营业利润	9,372	10,036	10,331	10,888	13,398	14,329	14,460	13,930	19,272	22,560	22,746	25,724	30,692	21,807	27,861
YoY					43%	43%	40%	28%	44%	57%	57%	85%	59%	-3%	22%
QoQ		7%	3%	5%	23%	7%	1%	-4%	38%	17%	1%	13%	19%	-29%	28%
归母净利润	6,883	7,314	7,445	7,164	9,183	10,737	10,646	10,529	14,476	18,231	18,006	20,797	23,290	17,867	23,333
YoY					33%	47%	43%	47%	58%	70%	69%	98%	61%	-2%	30%
QoQ		6%	2%	-4%	28%	17%	-1%	-1%	37%	26%	-1%	16%	12%	-23%	31%

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

自由现金流: 18Q3 公司自由现金流为 263.54 亿元, 同比下降 4%, 环比增长 71%。经营活动现金流同比增长 4%, 环比增长 47%, 已支付的资本支出 54.65 亿元, 同比增长 82%, 环比减少 12%。

## 9 盈利预测

18Q3 公司每股摊薄盈利为 2.061 元。我们预计公司 FY18-20 年归母净利润为 827 亿/962 亿/1,177 亿元，调整后 EPS 为 7.80/10.75/13.10 元，当前股价对应 P/E 为 33/24/20X。（计算 P/E 使用 Wind 11 月 15 日收盘价）

## 10 风险提示

活跃用户增速放缓风险、游戏内容监管风险、新游审批长期冻结风险、生存射击游戏商业化不及预期风险、稳定优质内容生产风险、互联网信息发布政策变更风险、视频内容监管风险、内容成本快速增加风险、渠道成本快速增加风险、竞争风险、反垄断风险、金融政策变更风险、投资风险、互联网估值调整风险、汇率风险等。

附录：公司财务预测表

单位：百万人民币

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>					<b>收入</b>	237,760	311,877	417,352	534,918
现金及现金等价物	105,697	198,909	321,003	465,190	收入成本	(120,835)	(168,411)	(232,528)	(302,549)
受限制现金	1,606	1,606	1,606	1,606	毛利	116,925	143,466	184,824	232,369
定期存款	36,724	36,724	36,724	36,724	利息收入	3,940	4,712	7,815	11,213
应收账款	16,549	18,840	22,283	25,445	其他收益净额	20,140	23,234	20,911	18,820
预付款项、按金及其他资产	17,110	22,444	30,034	38,494	销售及市场推广开支	(17,652)	(26,070)	(33,388)	(42,793)
存货	295	384	499	648	一般及行政开支	(33,051)	(41,747)	(56,706)	(69,758)
其他金融资产	465	465	465	465	<b>经营盈利</b>	90,302	103,595	123,455	149,849
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-	-	-	-	财务成本净额	(2,908)	(4,595)	(4,851)	(4,851)
	178,446	279,371	412,613	568,573	分占联营公司及合营公司盈利	821	1,671	836	836
<b>非流动资产</b>					<b>除税前盈利</b>	88,215	100,671	119,440	145,834
物业、设备及器材	23,597	35,746	51,471	70,786	所得税开支	(15,744)	(16,442)	(21,499)	(26,250)
在建工程	3,163	3,163	3,163	3,163	<b>期内盈利</b>	72,471	84,228	97,940	119,584
投资物业	800	800	800	800	下列人士应占：				
土地使用权	5,111	5,111	5,111	5,111	公司权益持有人	71,510	82,688	96,246	117,720
无形资产	40,266	43,059	45,853	48,646	非控制性权益	(961)	(1,540)	(1,694)	(1,863)
于联营公司的投资	113,779	115,450	116,286	117,121	<b>非通用会计准则经营盈利</b>	82,023	90,053	123,680	150,836
于联营公司可赎回工具的投资	22,976	22,976	22,976	22,976	<b>非通用会计准则本公司权益持有人应占盈利</b>	65,126	74,616	103,625	127,311
于合营公司的投资	7,826	7,826	7,826	7,826	<b>每股盈利 (rmb)</b>				
递延所得税资产	9,793	9,793	9,793	9,793	—基本	7.60	8.75	10.11	12.26
可供出售金融资产	-	-	-	-	—摊薄	7.50	8.64	9.98	12.11
定期存款	127,218	127,218	127,218	127,218	<b>非通用会计准则每股盈利 (rmb)</b>				
预付款项、按金及其他资产	5,365	5,365	5,365	5,365	—基本	6.92	7.90	10.88	13.26
其他金融资产	11,173	11,173	11,173	11,173	—摊薄	6.83	7.80	10.75	13.10
以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	5,159	5,159	5,159	5,159	<b>P/E</b>		33	24	20
以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产	-	-	-	-					
	376,226	392,839	412,193	435,137					
<b>资产总额</b>	<b>554,672</b>	<b>672,210</b>	<b>824,807</b>	<b>1,003,710</b>	<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债</b>					<b>经营活动现金流</b>	106,140	132,676	167,182	197,644
<b>流动负债</b>					净利润	72,471	84,228	97,940	119,584
借款	15,696	15,696	15,696	15,696	折旧与摊销	23,611	22,044	23,316	24,943
应付账款	79,518	104,259	139,468	178,714	营运资金变动	23,663	21,155	33,924	37,089
其他应付款项及预提费用	-	-	-	-	其他	(13,605)	5,249	12,002	16,028
应付票据	4,752	4,752	4,752	4,752	<b>投资活动现金流</b>	(96,392)	(32,391)	(36,983)	(42,200)
流动所得税负债	8,708	9,094	11,891	14,519	资本支出	(12,108)	(15,571)	(20,419)	(25,636)
其他税项负债	934	1,336	1,893	2,486	投资变动	(150,619)	(16,820)	(16,564)	(16,564)
递延收入	42,132	45,857	55,163	64,186	其他	66,335	-	-	-
	151,740	180,995	228,864	280,353	<b>筹资活动现金流</b>	26,598	(7,073)	(8,105)	(11,256)
<b>非流动负债</b>					银行借款	32,462	-	-	-
递延所得税负债	5,975	5,975	5,975	5,975	债权融资	(3,450)	-	-	-
长期应付款项	3,862	3,862	3,862	3,862	股权融资	3,584	-	-	-
递延收入	2,391	2,391	2,391	2,391	支付股息	(5,998)	(7,073)	(8,105)	(11,256)
应付票据	29,363	29,363	29,363	29,363	<b>现金净增加额</b>	36,346	93,212	122,094	144,188
借款	82,094	82,094	82,094	82,094	<b>期初现金余额</b>	71,902	105,697	198,909	321,003
其他金融负债	2,154	2,154	2,154	2,154	汇兑损益	(2,551)	-	-	-
	125,839	125,839	125,839	125,839	<b>期末现金余额</b>	105,697	198,909	321,003	465,190
<b>负债总额</b>	<b>277,579</b>	<b>306,834</b>	<b>354,703</b>	<b>406,192</b>					
<b>权益</b>									
<b>公司权益持有人应占权益</b>									
股本	-	-	-	-					
股本溢价	22,204	33,332	48,225	67,312					
库存股	(3,970)	(3,970)	(3,970)	(3,970)					
股份奖励计划所持股份	-	-	-	-					
其他储备	35,158	35,158	35,158	35,158					
保留盈利	202,682	279,837	369,672	478,000					
<b>非控制性权益</b>	<b>21,019</b>	<b>21,019</b>	<b>21,019</b>	<b>21,019</b>					
<b>权益总额</b>	<b>277,093</b>	<b>365,376</b>	<b>470,104</b>	<b>597,518</b>					
<b>权益及负债总额</b>	<b>554,672</b>	<b>672,210</b>	<b>824,807</b>	<b>1,003,710</b>					

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在与相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com