

审慎增持 (维持)

0700.HK 腾讯控股

港股通 (沪、深)

目标价: 321.8 港元

现价: 281.6 港元

预期升幅: 14.27%

## 广告强劲提速, 短期利润受侵蚀

2018 年 11 月 21 日

## 市场数据

| 日期        | 2018-11-20 |
|-----------|------------|
| 收盘价(港元)   | 281.60     |
| 总股本(亿股)   | 95.22      |
| 总市值(亿港元)  | 26,814     |
| 股东净资产(亿元) | 3,428      |
| 总资产(亿元)   | 6,909      |
| 每股净资产(元)  | 33.26      |

数据来源: Wind

## 相关报告

腾讯控股(0700.HK)-腾讯: 移动互联网之王, 行业整体高速增长——估值步入安全领域, 游戏只是“六种武器”之一-20181028

腾讯控股(0700.HK)-批文+新游排期拖累游戏增速, 利润侵蚀, 中长期霸主地位不变-20180816  
腾讯控股(0700.HK)-游戏继续霸占市场, 数字内容、支付及云服务或将成为未来强劲驱动力-20180520

## 海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090169

## 主要财务指标

| 会计年度             | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)        | 237,760 | 312,695 | 405,160 | 500,165 |
| 同比增长             | 56.5%   | 31.5%   | 29.6%   | 23.4%   |
| NonGaap 净利润(百万元) | 66,404  | 79,558  | 90,750  | 115,875 |
| 同比增长             | 44.4%   | 19.8%   | 14.1%   | 27.7%   |
| 毛利率              | 49.2%   | 45.8%   | 42.8%   | 41.3%   |
| 净利率              | 30.5%   | 27.7%   | 24.4%   | 24.7%   |
| 净资产收益率           | 171.9%  | 31.2%   | 19.5%   | 18.7%   |
| NonGaap EPS(元)   | 6.96    | 8.35    | 9.53    | 12.17   |

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **公司业绩概要:** 公司 2018 年 Q3 总收入为 805.95 亿元, 同比增长 24%, 环比增速 9.4%, 基本符合市场预期; 由于投资相关项目产生的其他收益净额大幅增长, 归母净利润同比增长 30% 达 233.33 亿元, NonGaap 净利润同比增长 15%, 略超市场预期; 业务结构变化使得毛利率下滑至 44.02%; 微信 MAU 同比增长 10.5% 达到 10.83 亿, 社交龙头地位不可撼动。
- **业务结构继续优化, 游戏业务占比下滑但有所回暖。** 截止至 18Q3, 公司网游(含手游抽成)达 319 亿, 收入占比降至 39.58% (Q2:41.40%)。但我们认为, 受游戏版号暂定的影响, 新游戏的发行暂缓, 头部游戏接力棒难以跟上, 腾讯游戏未来增速将继续放缓。
- **微信广告曝光提高, 在低迷环境中依旧拉升广告收入。** Q3 互联网广告收入增速有所紧缩。在此低迷环境中腾讯的广告收入同比增长 47% 至 162.47 亿, 收入占比首超 20%; 其中社交广告 yoy 超 60%, 仍能维持高速增长。
- **数字内容表现优异, 利润贡献短期待观望。** 截止至 18Q3, 社交网络营收 182.36 亿元(yoy19.35%), 视频订购用户数达 8,200 万(Yoy79%), 表现优异。但我们认为, 视频目前仍处于投入期, 其他流媒体虽呈高增长态势, 但目前占比较小, 短期变现空间待观望, 长期仍看好数字内容等泛娱乐领域。
- **其他业务: 支付全场景+境外扩张, 云业务继续抢占市场。** Q3 其他业务收入增至 202.99 亿, 收入占比已达 25%。其中线下商业支付日交易量同比增 200%, 此外, 云服务 Q1-Q3 收入超 60 亿, 付费客户也取得翻倍增长。
- **投资建议:** 腾讯依旧稳固移动互联网之王的地位, 但由于政策影响, 游戏大势承压, 此外腾讯优化业务结构的同时, 毛利率无疑在短期内仍将承压, 但长期业务前景依旧乐观。我们调整 DCF 模型调整公司目标价至 321.8 港元, 对应 19 年 NonGaap 的 25.17 倍 PE, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:** 政策监管风险; 游戏业务增速放缓; 广告业务不及预期; ROE、毛利率等指标下降; 组织架构调整不达预期; 腾讯系产品用户时长下降风险。



## 报告正文

**事件：**腾讯控股（0700.HK）于11月14日发布2018年Q3业绩公告：公司2018年Q3总收入为805.95亿元人民币（下同），同比增长24%，环比增速9.4%，基本符合市场预期。公司三费率本期保持较为稳定，其中销售费用率为8.2%(Q2:8.63%)。此外，由于投资相关项目产生的其他收益净额大幅增长，归母净利润同比增长30%达233.33亿元，NonGaap净利润同比增长15%，超市场预期。微信和WeChat的合并月活跃账户数达到10.83亿，同比增长10.5%。QQ月活跃账户数达到8.03亿，同比下降4.8%。

表1、腾讯3Q17-3Q18分部收入概览

| 一级业务 | 二级业务                   | 细分业务               | 3Q17A   | 2Q18A   | 3Q18A   |
|------|------------------------|--------------------|---------|---------|---------|
| 增值服务 | 还原网络游戏<br>(含社交网络中手游分账) | 手游<br>(含社交网络中手游分账) | 18,200  | 17,600  | 19,500  |
|      |                        | YoY                | 84.00%  | 18.92%  | 7.14%   |
|      |                        | QoQ                | 22.97%  | -18.89% | 10.80%  |
|      |                        | 端游                 | 14,600  | 12,900  | 12,400  |
|      |                        | YoY                | 27.00%  | -5.15%  | -15.07% |
|      |                        | QoQ                | 7.35%   | -8.51%  | -3.88%  |
|      |                        | 还原网络游戏             | 32,800  | 30,500  | 31,900  |
|      |                        | YoY                | 53.36%  | 7.39%   | -2.74%  |
|      |                        | QoQ                | 15.49%  | -14.80% | 4.59%   |
|      | 网络游戏<br>(按财报划分)        | 手游                 | 12,244  | 12,302  | 13,413  |
|      |                        | YoY                | 47.97%  | 19.89%  | 9.55%   |
|      |                        | QoQ                | 19.33%  | -16.19% | 9.03%   |
|      |                        | 端游                 | 14,600  | 12,900  | 12,400  |
|      |                        | YoY                | 27.00%  | -5.15%  | -15.07% |
|      |                        | QoQ                | 7.35%   | -8.51%  | -3.88%  |
|      | 网络游戏<br>(按财报划分)        | 网络游戏               | 26,844  | 25,202  | 25,813  |
|      |                        | YoY                | 47.77%  | 5.62%   | -3.84%  |
|      |                        | QoQ                | 12.50%  | -12.43% | 2.42%   |
|      | 社交网络<br>(按财报划分)        | 收入                 | 15,280  | 16,867  | 18,236  |
|      |                        | YoY                | -       | 30.32%  | 19.35%  |
|      |                        | QoQ                | 18.06%  | -6.81%  | 8.12%   |
|      | 社交网络<br>(剔除手游分账)       | 收入                 | 9,324   | 11,569  | 12,149  |
|      |                        | YoY                | -       | 37.66%  | 30.30%  |
|      |                        | QoQ                | 33.45%  | 4.44%   | 5.01%   |
| 网络广告 | 媒体广告                   | 收入                 | 4,122   | 4,730   | 5,090   |
|      |                        | YoY                | -       | 16.02%  | 23.48%  |
|      |                        | QoQ                | 1.10%   | 43.38%  | 7.61%   |
|      | 社交及其他广告                | 收入                 | 6,920   | 9,380   | 11,157  |
|      |                        | YoY                | -       | 54.51%  | 61.23%  |
|      | 总体网络广告                 | 收入                 | 11,042  | 14,110  | 16,247  |
|      |                        | YoY                | 48.23%  | 39.04%  | 47.14%  |
|      |                        | QoQ                | 8.81%   | 32.00%  | 15.15%  |
| 其他   | 其他收入                   | 收入                 | 12,044  | 17,496  | 20,299  |
|      |                        | YoY                | 142.63% | 81.23%  | 68.54%  |
|      |                        | QoQ                | 24.76%  | 9.61%   | 16.02%  |
|      | 云服务                    | YoY                | 逾两倍     | 翻倍      | 逾一倍     |

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**分部收入：增值收入占比继续下滑，游戏业务尤甚。**截止至 18Q3，公司增值服务收入为 440.49 亿元，收入占比降至 54.65%；网络广告同比增长 47%至 162.47 亿，收入占比首超 20%；其他业务收入增至 202.99 亿，收入占比已达 25%。公司手游（包含手游抽成）+端游收入本期达到 319 亿，收入占比持续下降至 39.58%（Q2:41.40%）。

图1、2017Q1-2018Q3 腾讯收入及环比增速

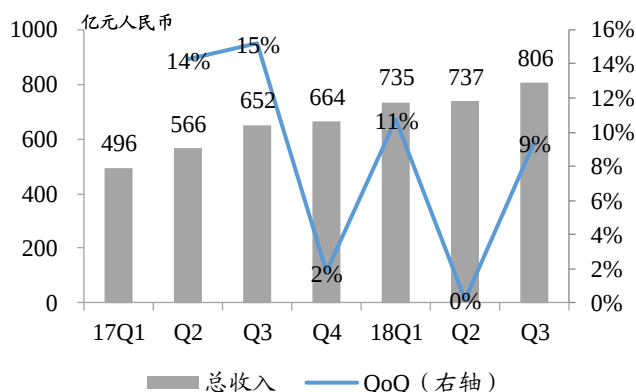
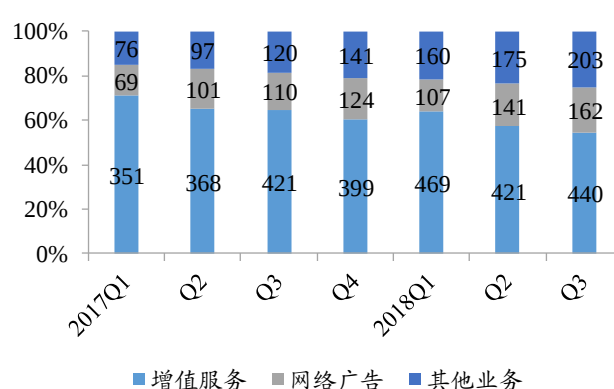


图2、2017Q1-2018Q3 腾讯分部收入占比



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

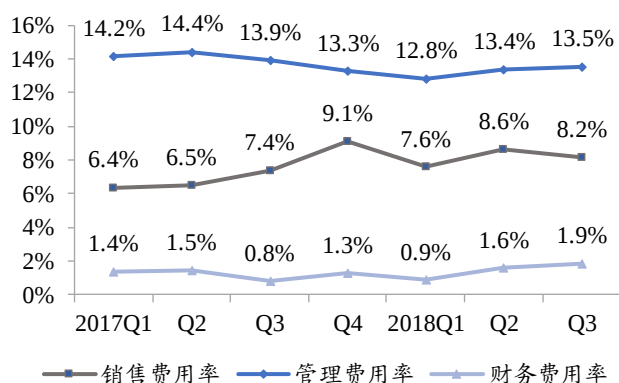
表2、16-18Q3 各分部收入占比

|                 | 2016   | 2017   | 2018 Q1 | 2018 Q2 | 2018 Q3 |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 增值服务            | 70.96% | 64.76% | 63.75%  | 57.10%  | 54.65%  |
| 网络游戏收入          | 46.63% | 41.17% | 39.14%  | 34.21%  | 32.03%  |
| 端游收入            | 29.43% | 23.17% | 19.18%  | 17.51%  | 15.39%  |
| 手游收入            | 17.19% | 17.99% | 19.96%  | 16.70%  | 16.64%  |
| 包含手游抽成的手游占比     | 25.28% | 26.41% | 29.51%  | 23.89%  | 24.20%  |
| 网络游戏(包含手游抽成)的占比 | 54.72% | 49.59% | 48.69%  | 41.40%  | 39.58%  |
| 社交网络收入          | 24.33% | 23.60% | 24.62%  | 22.89%  | 22.63%  |
| 网络广告            | 17.75% | 17.01% | 14.54%  | 19.15%  | 20.16%  |
| 媒体广告            | 10.38% | 6.24%  | 4.49%   | 6.42%   | 6.32%   |
| 社交及其他广告         | 7.37%  | 10.77% | 10.05%  | 12.73%  | 13.84%  |
| 其他（支付及云服务）      | 11.29% | 18.23% | 21.71%  | 23.75%  | 25.19%  |

资料来源：公开信息，兴业证券经济与金融研究院整理

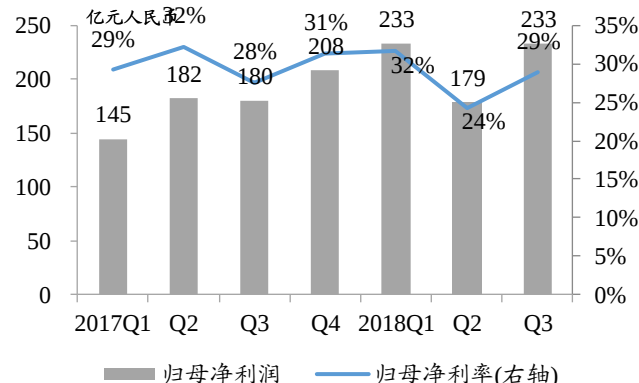
受业务格局转变影响毛利率呈下降趋势，而受投资相关项目影响净利率明显上升。1) 在主营业务增速逐渐放缓的同时，Q3 实现毛利率 44.02%(Q2:46.75%)，我们认为主要是由于公司业务格局的转变导致，高毛利率的增值服务尤其游戏业务占比持续下降；2) 此外，由于投资相关项目产生的其他收益净额大幅增长，净利率相比 Q2 的 25.22%相比，本季达到 29.04%。但是从 NonGaap 来看，仍处于下降趋势，Nongaap 利润率由 Q2 的 27.82%下降至 Q3 的 25.34%，Nongaap 归母利润率由 26.76%降至 24.46%。

图3、2017Q1-2018Q3 腾讯三费情况



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2017Q1-2018Q3 腾讯净利润及净利率

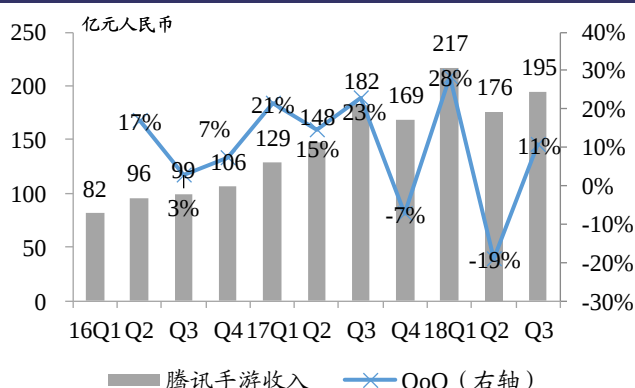


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 一、游戏业务：收入回暖，但受政策影响，预计未来仍呈放缓态势

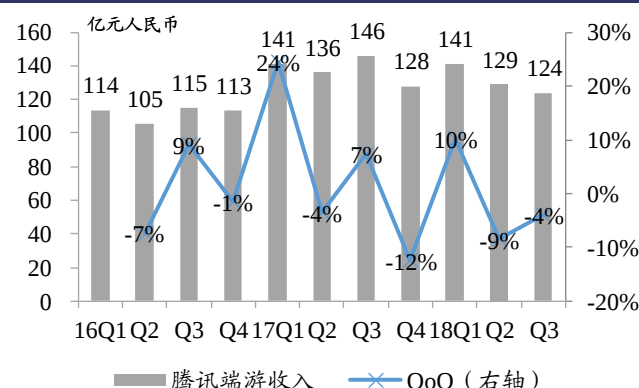
公司手游收入在三季度回暖。网络游戏 Q3 收入（含手游抽成）达到 319 亿元人民币，同比下滑了 3.84%，环比上升 2.42%。其中主要是由于端游收入下滑较大，头部游戏已经保持很长的生命周期，叠加端转手的趋势，端游 Q3 的收入仅达到 124 亿，同比下降 15%，环比下降 3.88%，但得益于惠于旺季因素及《穿越火线》、《地下城与勇士》与体育类游戏的内容更新，端游流水（递延前）环比有所上升。此外，而手游的收入由于新游戏的上线以及头部游戏生命周期的加长，呈回暖态势，三季度手游（含抽成）的收入达到 195 亿（Yoy 7.14%，Qoq 10.8%），公司 Q3 发布了 10 款新游戏，包括《自由幻想手游》、《我叫 MT4》及《圣斗士星矢》。此外受惠于旺季因素及皮肤个性化定制化，《王者荣耀》的付费用户环比增长，也导致了收入环比回暖。

图5、腾讯手游收入及环比增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、腾讯端游收入及环比增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、三季度国内游戏市场增速回暖

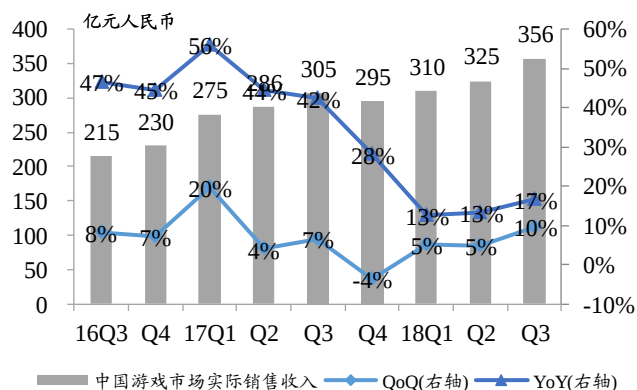
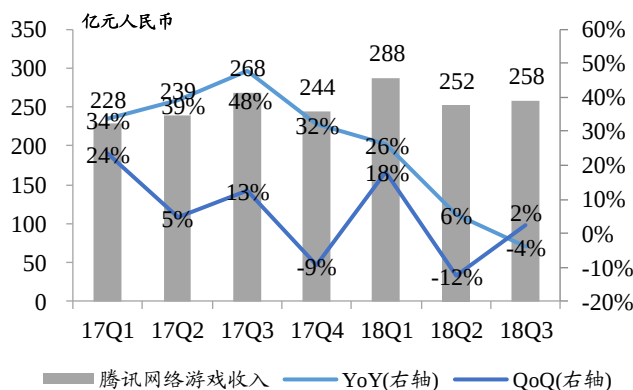


图8、腾讯网络游戏收入及同比增速



资料来源：游戏工委，伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、三季度腾讯手游端游收入占比

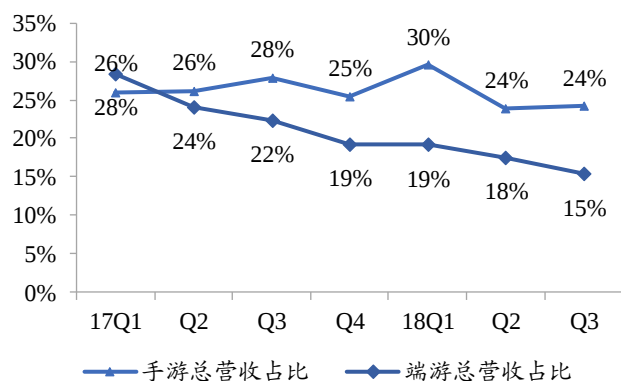


图10、腾讯 Q3 爆款游戏



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **受益于 IP 改编游戏驱动, 18Q3 市场手游规模回升。**据伽马数据的统计, 18Q3 的手游收入达到 356.1 亿, 同比增长 16.6%, 环比增速达到 9.7%。我们认为三季度上新的动漫 IP 游戏如《我叫 MT4》、《圣斗士星矢》等高 ARPU 游戏是主要贡献。例如, 2018Q3, 腾讯新游动漫 IP 改编游戏《我叫 MT4》在上线两个多月的情况下就排名第三, 据伽马数据 (CNG) 测算, 《我叫 MT4》的游戏累计流水已经超过 15 亿元。作为《我叫 MT》IP 系列的第四款作品, 《我叫 MT4》已积累大量用户, 同时得益于腾讯的代理, 能够有效扩大其覆盖范围, 进一步提升用户优势。
- **受政策影响, 腾讯游戏未来增速将继续放缓。**1) 一方面, “吃鸡”游戏虽然用户规模维持高增长态势, 但目前仍然无法变现; 2) 此外, 受游戏版号暂定的影响, 新游戏的发行也暂缓, 据悉至少持续到明年, 接力棒难以跟上。公司披露, 目前已有 15 款获得版号的游戏等待发行, 但我们认为, 龙头游戏接力还待持续观望。

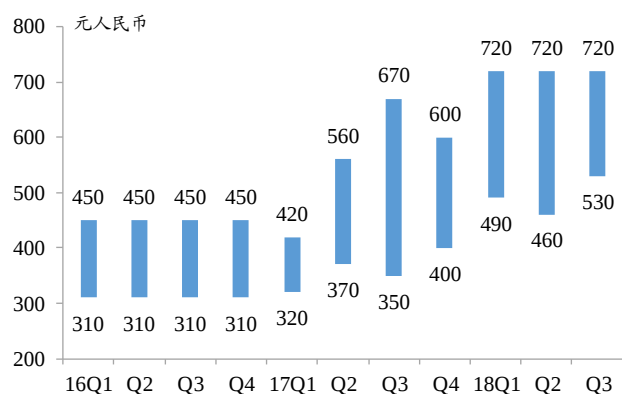
表3、近一年影响游戏行业的政策及大事件

| 序号 | 公告/事件                             | 时间       | 来源          | 相关摘要                                                                          |
|----|-----------------------------------|----------|-------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》               | 2017年12月 | 中宣部等部委联合发布  | 从统一思想认识、强力监管整治、落实主体责任等六个方面,对网络游戏集中规范行动作出了全面部署。                                |
| 2  | 《游戏申报审批重要事项通知》                    | 2018年3月  | 原国家新闻出版广电总局 | 称由于机构改革,所有游戏版号的发放全面暂停,且并未通知暂停期限。                                              |
| 3  | 《教育部办公厅关于做好预防中小学生沉迷网络教育引导工作的紧急通知》 | 2018年4月  | 教育主管部门      | 预防中小学生沉迷网络游戏,保护青少年合法权益。                                                       |
| 4  | 《综合防控儿童青少年近视实施方案》                 | 2018年8月  | 八部门联合印发     | 国家新闻出版署将对网络游戏实施总量调控,控制新增网络游戏上网运营数量,探索符合国情的适龄提示制度,采取措施限制未成年人使用时间               |
| 5  | 允许游戏上线对相关运行与技术进行测试                | 2018年8月  | 公开新闻        | 广电总局为此设立了一个绿色通道(允许游戏上线对相关运行与技术进行测试)在版号暂停审批期间,部分腾讯游戏依然可以通过绿色通道来上线运营。后“绿色通道”下线。 |
| 6  | 完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)        | 2018年10月 | 国务院办公厅      | 文化领域要“拓展数字影音、动漫游戏、网络文学等数字文化内容。完善游戏游艺设备分类,严格设备类型与内容准入。进网络游戏转型升级,规范网络游戏研发出版运营   |
| 7  | 再融资审核财务知识问答、再融资审核非财务知识问答          | 2018年10月 | 证监会         | 上市公司募集资金应服务于实体经济、符合国家产业政策,主要投向主营业务。募集资金原则上不得跨界投资影视或游戏                         |

资料来源:公开信息,兴业证券经济与金融研究院整理

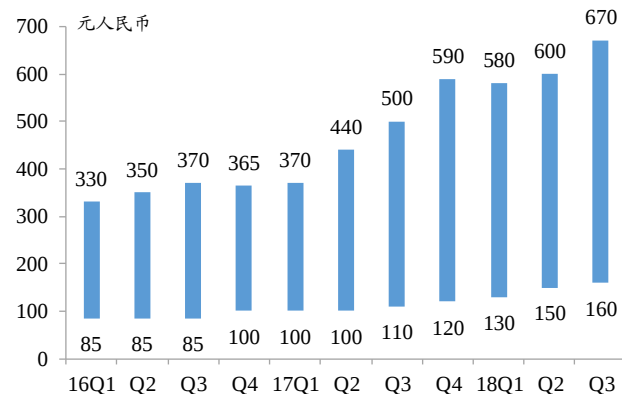
- **移动端:从中国区来看:**国内手游行业 Q3 受到游戏版号停止审批的影响,上半年的爆款游戏“吃鸡”热度持续提高,公司推出的两款“吃鸡”类游戏《刺激战场》和《全军出击》在 Q3 将市场份额扩大到 66%和 15%,其中《刺激战场》在 2018 年 9 月 MAU 达到 7634 万,而现金牛《王者荣耀》同期 MAU 达 1.24 亿,《绝地求生:刺激战场》已是公司 MAU 第二高的手游。在《刺激战场》成功抢占竞争对手用户的同时,也抢占了公司其他游戏的用户,由于《刺激战场》迟迟不能货币化,严重影响了公司手游业务收入。

图11、MMOG 游戏 ARPU 区间



资料来源:公司官网,兴业证券经济与金融研究院整理

图12、ACG 游戏 ARPU 区间

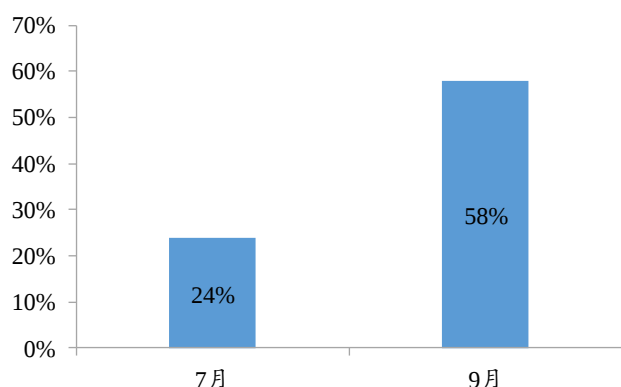


资料来源:公司官网,兴业证券经济与金融研究院整理

短视频一定程度上占据了手游用户时间。据猎豹大数据披露,手游用户中有越来越

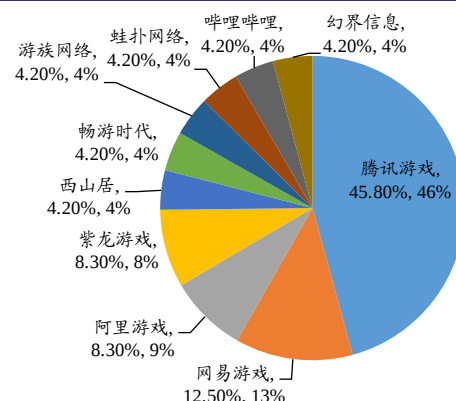
越多的人同时活跃于短视频,7月底,手游中的短视频用户仅为20%+,到9月底,此数据就上升至将近60%。我们认为,短视频的兴起无疑掠夺了一部分手游用户的时间,加剧了手游增速放缓。

图13、手游用户中短视频用户占比



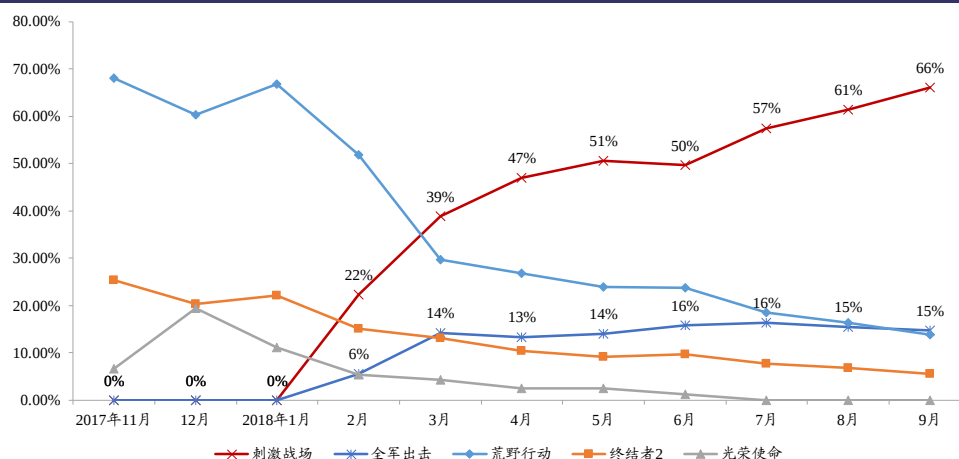
资料来源:极光大数据,兴业证券经济与金融研究院整理

图14、新游戏发行商产品数量分布



资料来源:伽马数据,兴业证券经济与金融研究院整理

图15、吃鸡游戏市场份额分布,《刺激战场》市场份额持续提高



资料来源:易观,兴业证券经济与金融研究院整理

《王者荣耀》及《QQ飞车》收入表现稳定,《我叫MT4》及《圣斗士星矢(腾讯)》等游戏三季度首次进入收入排行前十。根据伽马数据预估,公司的现金牛手游《王者荣耀》在三季度流水表现较为稳定,季度流水在50亿元以上。根据2018第三季度国内移动游戏收入排行榜,公司手游在前20款游戏中占有10款,该占比自2018年第一季度以来表现稳定。

表4、2018Q3国内移动游戏收入排行

| 排名 | 游戏名称      | 游戏类型   | 排名变化 | 季度流水测算(亿元) |
|----|-----------|--------|------|------------|
| 1  | 王者荣耀      | MOBA   | -    | 50+        |
| 2  | 梦幻西游      | 回合制RPG | -    | 20+        |
| 3  | 我叫MT4     | MMORPG | New  | 15+        |
| 4  | QQ飞车      | 竞速     | -1   | 10+        |
| 5  | 自由幻想      | MMORPG | New  | 10+        |
| 6  | 梦幻模拟战     | 策略角色扮演 | New  | 8+         |
| 7  | 圣斗士星矢(腾讯) | 卡牌     | New  | 8+         |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

|    |            |         |     |    |
|----|------------|---------|-----|----|
| 8  | 楚留香        | MMORPG  | -4  | 8+ |
| 9  | 乱世王者       | SLG     | -4  | 8+ |
| 10 | 阴阳师        | 回合制 RPG | -1  | 6+ |
| 11 | 风之大陆       | MMORPG  | New | 6+ |
| 12 | QQ 炫舞      | 休闲      | -6  | 6+ |
| 13 | 倩女幽魂       | ARPG    | -6  | 6+ |
| 14 | 天龙八部手游     | MMORPG  | -4  | 6+ |
| 15 | 大话西游       | 回合制 RPG | -7  | 6+ |
| 16 | 新剑侠情缘      | ARPG    | 1   | 5+ |
| 17 | 穿越火线: 枪战王者 | FPS     | 6   | 5+ |
| 18 | 神武 3       | ARPG    | 21  | 5+ |
| 19 | 开心消消乐      | 休闲益智    | -   | 5+ |
| 20 | FIFA 足球世界  | 体育竞技    | -5  | 4+ |

资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

- 从全球区来看：出海成为各大游戏厂商的突围道路之一，腾讯游戏出海取得初步成功。公司手游《PUBG: Mobile》上线半年来已登顶 100 个国家和地区的 iOS 游戏的下载冠军，在 App Annie 统计的出海手游收入榜单中，《PUBG: Mobile》在 7、8、9 月均列榜单第四。今年 Q3 海外流水达到 6,600 万美金。此外，据 AppAnnie 统计，中国 App 发行商“出海”收入排行榜三季度一直保持前 8 的位置。

表5、2018Q3 世界移动游戏收入及下载排行（iOS 和 Google Play）

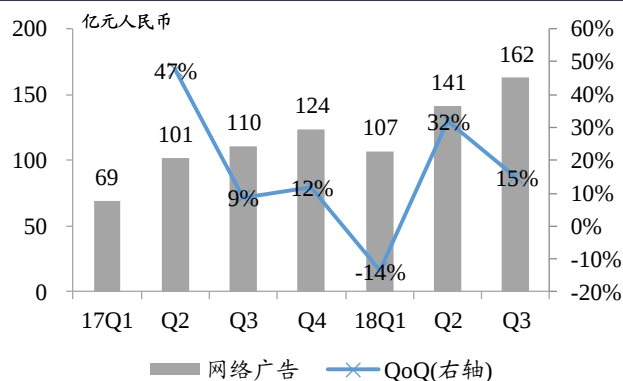
| 收入排行 |                          |              | 下载排行 |                  |                 |
|------|--------------------------|--------------|------|------------------|-----------------|
| 排名   | 游戏                       | 运营商          | 排名   | 游戏               | 运营商             |
| 1    | Honor of Kings           | Tencent      | 1    | Helix Jump       | Voodoo          |
| 2    | Monster Strike           | Mixi         | 2    | Rise Up          | Serkan Ozyilmaz |
| 3    | Fate/Grand Order         | Sony Aniplex | 3    | Hello Stars      | Fastone Games   |
| 4    | Lineage M                | NCSOFT       | 4    | PUBG Mobile      | Tencent         |
| 5    | Pokemon GO               | Niantic      | 5    | Subway Surfers   | kiloo           |
| 6    | Candy Crush Saga         | King         | 6    | Love Balls       | Lion Studios    |
| 7    | Fantasy Westward Journey | NetEase      | 7    | Happy Glass      | Lion Studios    |
| 8    | DBZ Dokkan Battle        | Bandai Namco | 8    | Hole.io          | Voodoo          |
| 9    | Fortnite                 | Epic Games   | 9    | Kick the Buddy   | Playgendary     |
| 10   | Clash of Clans           | Supercell    | 10   | Garena Free Fire | Garena          |

资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、广告业务稳健增长，微信广告优势具显

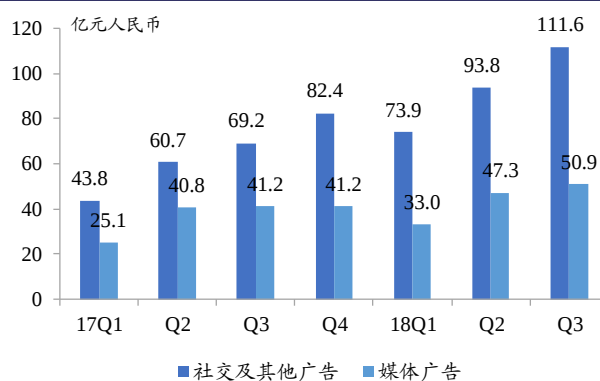
2018 年 Q3，网络广告业务收入达到 162.47 亿人民币，实现同比 47%及环比 15% 的增长。媒体广告收入达到 50.9 亿人民币，同比增长 23.48%，环比增长 7.61%。社交及其他广告收入达到 111.57 亿人民币，同比增长 61.23%，环比增长 18.94%，本期表现良好。

图16、腾讯网络广告业务收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、媒体广告和社交及其他广告收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

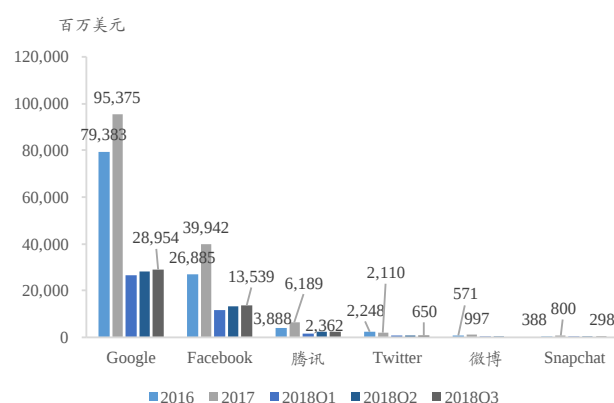
对比全球互联网广告市场，腾讯尚存空间。全球 TOP6 的互联网广告平台中，中除腾讯外，广告收入占比都达到了 85%以上且相对保持稳定，腾讯广告收入占比尚且刚突破 20%，未来仍有较大的上升空间。从广告业务毛利率的角度来看，腾讯毛利率较低，未来有通过控制成本提升毛利率的空间。

表6、国际网络广告市场 TOP6 广告收入占比以及毛利率

|         | 时间     | Facebook | Google | Twitter | Snapchat | 微博  | 腾讯  |
|---------|--------|----------|--------|---------|----------|-----|-----|
| 广告收入占比  | 2016   | 97%      | 89%    | 89%     | 96%      | 87% | 18% |
|         | 2017   | 98%      | 87%    | 86%     | 97%      | 87% | 17% |
|         | 2018Q1 | 99%      | 86%    | 87%     | 99%      | 87% | 14% |
|         | 2018Q2 | 99%      | 86%    | 85%     | 99%      | 87% | 19% |
|         | 2018Q3 | 99%      | 86%    | 86%     | >99%     |     | 20% |
| 广告业务毛利率 | 2016   | 86%      | 79%    | 59%     | -16%     | 70% | 43% |
|         | 2017   | 86%      | 77%    | 59%     | 10%      | 77% | 37% |
|         | 2018Q1 | 84%      | 76%    | 61%     | 14%      | 79% | 31% |
|         | 2018Q2 | 83%      | 77%    | 62%     | 26%      | 83% | 37% |
|         | 2018Q3 | 82%      | 77%    | 63%     | 34%      |     | 37% |

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、国际网络广告市场 TOP6 营收规模



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

微信广告曝光提高，在低迷环境中拉升依旧广告收入。得益于微信朋友圈、小程序、移动广告联盟及 QQ 看点所推动。公司社交及其他广告收入环比增长 19%。主要的原因在于小程序广告的曝光量及点击数增加，以及微信朋友圈广告的曝光量提高。今年三季度，市场互联网广告收入增速有所紧缩，百度/搜狗/爱奇艺 Q3 的广告收入环比增速仅为 11.8%/13.18%/-9.04%，增速明显放缓。在此低迷环境中，腾讯的广告收入仍能维持高增速。我们原因主要包括以下多项因素影响，包括微信朋友圈的广告资源增多、小程序的新增广告资源、公司移动广告联盟较高的展现量及 eCPM，以及 QQ 看点新闻信息流的流量增长及商业化的提升。

图19、腾讯广告平台



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、其他中国互联网公司 18Q3 广告行业收入及增速

| 公司名称 | 业务名称           | 3Q18   | 2Q18   | 3Q17   | QoQ    | YoY    |
|------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 百度   | 在线市场服务 (亿人民币)  | 224.81 | 210.65 | 201.08 | 6.72%  | 11.80% |
| 爱奇艺  | 在线广告服务 (百万人民币) | 2.396  | 2.618  | 2.634  | -8.48% | -9.04% |
| 搜狗   | 搜索及搜索广告 (美元)   | 255312 | 270622 | 225590 | -5.66% | 13.18% |

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

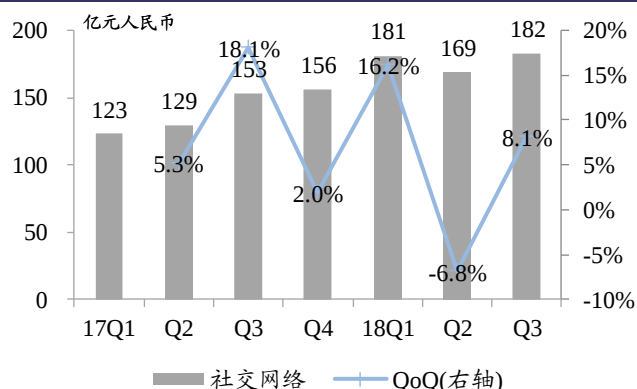
**广告营销服务线重整，未来看好广告转换效率。**今年9月底，公司重新整合了广告营销服务线，把原本分散在企业发展事业群(CDG)的主要以微信朋友圈、QQ看点、广点通等社交广告为代表的原社交与效果广告部(TSA)与主打腾讯视频、门户等媒体投放类广告的原网络媒体事业群(OMG)广告线进行合并。合并后，我们认为，腾讯社交广告在执行上会改变之前的业务分散带来的广告资源分散，随着其用户数据的完全打通，我们认为这将对广告主需求的精准定位。此外，腾讯仍在继续增加广告位以及提高 Ad load 和广告转换率。

**我们认为，公司坚不可破的社交流量是广告业务的核心竞争力。**公司微信在推出小程序以来，其 App 地位向操作系统演进，用户熟人社交属性强，粘性强，打开频率高，忠诚度高。相比于其他 APP，微信的流量具有熟人社交链的价值，这让 App 更刚需，更占据用户时间，并且在基于社交关系的算法下，用户的画像较为准确。因此，我们认为，广告业务将在坚不可破的社交流量优势下呈现持续性增长。

### 三、数字内容增长继续强劲

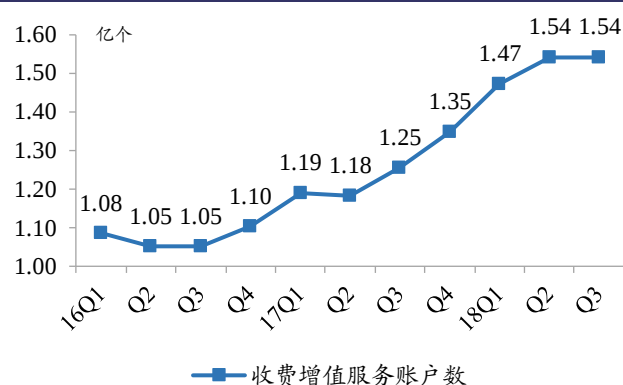
公司 Q3 社交网络营收 182.36 亿元，同比增长 19.35%，季度环比上升 8.12%；。受视频订购服务本期强劲增长，收费增值服务注册账户同比上升 23%至 1.54 亿，视频服务的订购用户数本期末达到 8,200 万，实现同比 79%环比 10%的增长，继续巩固了公司在视频行业国内领先的地位。

图20、腾讯社交网络收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、腾讯收费增值服务账户数



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**(一) 腾讯视频**

**内容好：自制内容实力强，授权内容质量高，平台优势带来内容优质。**公司依托平台的资金优势、宣传制作较强的实力和视频产业链全部局的优势，和内容提供方合作时有更多的谈判筹码，更容易获得优质内容播放权。电视剧版权方面，按照豆瓣的排行榜，2018年暑期档热播剧前15名中，有9部可以在腾讯视频观看，其中有5部是腾讯独播，在爱奇艺可观看7部，其中3部为独播。公司拥有更多的热门影视剧播放权，用户付费意愿更强。

表8、2018Q3 腾讯部分自制电视剧、综艺、动漫、电影及相关指标

| 自制剧      |           |         | 自制综艺      |           |         |
|----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|
| 名称       | 首播时间      | 平均单集播放量 | 名称        | 首播时间      | 平均单集播放量 |
| 《快把我哥带走》 | 2018/6/28 | 460 万   | 《放开我北鼻 3》 | 2018/5/27 | 1.1 亿   |
| 《沙海》     | 2018/7/20 | 1.05 亿  | 《明日之子 2》  | 2018/6/30 | 4.3 亿   |
| 自制动漫     |           |         | 《幸福三重奏》   | 2018/7/4  | 1 亿     |
| 名称       | 上映时间      | 平均单集播放量 | 《心动的信号》   | 2018/8/26 | 9900 万  |
| 《斗罗大陆》   | 2018/1/20 | 1.46 亿  | 《口红王子》    | 2018/9/3  | 6128 万  |
| 《帝王攻略》   | 2018/4/30 | 1400 万  | 《奇遇人生》    | 2018/9/25 | 4071 万  |
| 《盛世妆娘》   | 2018/7/24 | 550 万   | 参与自制电影    |           |         |
| 《魔道祖师》   | 2018/7/9  | 1.13 亿  | 名称        | 上映时间      | 票房      |
|          |           |         | 《影》       | 2018/9/30 | 6.28 亿  |

资料来源：公开资料，腾讯视频官网，兴业证券经济与金融研究院整理

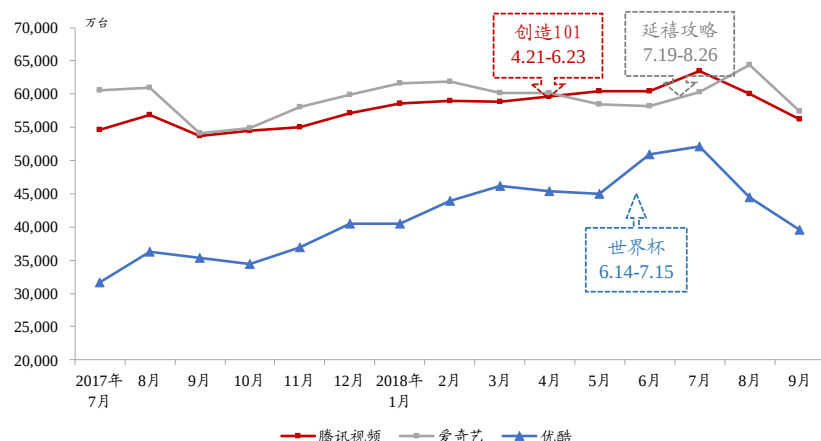
**流量大：泛娱乐全产业链布局+优质内容带来流量优势。**公司在泛娱乐全产业链上布局，各App之间相互导流。依靠微信QQ的社交分享，腾讯视频的社交属性相比其他视频App更强，公司在2017年调整了QQ看点的短视频推荐算法，推动视频播放量同比增长300%，效果显著。腾讯视频和游戏直播、音乐MV的打通，让腾讯视频的内容更加丰富多元。腾讯系泛娱乐生态日渐壮大，视频业务从中受益。

表9、主要长视频 APP 的 3Q18 月活跃用户数

| 公司代码   | APP  | 主类型 | MAU (万人) |        |        | YoY    |        |        | QoQ    |        |        |
|--------|------|-----|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        |      |     | Jul-18   | Aug-18 | Sep-18 | Jul-18 | Aug-18 | Sep-18 | Jul-18 | Aug-18 | Sep-18 |
| IQ.O   | 爱奇艺  | 长视频 | 55,113   | 57,369 | 55,316 | 16.0%  | 22.7%  | 15.5%  | 4.0%   | 10.6%  | 3.4%   |
| 700.HK | 腾讯视频 | 长视频 | 48,577   | 48,776 | 46,256 | 4.1%   | 5.4%   | -1.7%  | 4.7%   | 5.0%   | -1.4%  |
| BABA.N | 阿里巴巴 | 长视频 | 44,207   | 42,803 | 40,663 | 38.8%  | 26.3%  | 21.5%  | 18.2%  | 13.8%  | -0.6%  |

资料来源：易观千帆，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、腾讯视频月独立设备数



资料来源：易观千帆，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、腾讯未来自制电视剧、综艺、动漫、纪录片计划

| 自制剧        | 自制纪录片       |
|------------|-------------|
| 名称         | 名称          |
| 《全职高手》     | 《风味人间 2》    |
| 《鬼吹灯之怒晴湘西》 | 《潮 City》    |
| 《古董局中局》    | 《王朝》        |
| 《绅探》       | 《行星》        |
| 《庆余年》      | 《战国风云录》     |
| 自制动漫       | 自制综艺        |
| 名称         | 名称          |
| 《武动乾坤》     | 《beauty 小姐》 |
| 《穿越火线》     | 《超星运动会》     |
| 《吞噬星空》     | 《吐槽大会 3》    |
| 《一念永恒》     | 《创造 101 2》  |
| 《雪鹰领主》     | 《明日之子 3》    |
| 《西行记》      | 《极限青春》      |
| 《星辰变》      | 《特战》        |
| 《非人哉》      | 《终极高手》      |
| 《穿书自救指南》   | 《超时空育儿》     |
| 《黄历师》      | 《姐姐的少女时代》   |
|            | 《拜托了冰箱 5》   |
|            | 《奇遇人生 2》    |
|            | 《心动的信号 2》   |

资料来源：腾讯视频官网，腾讯视频 V 视界大会，兴业证券经济与金融研究院整理

## (二) 腾讯音乐

多平台多产品布局，形成协同效应；高用户粘性，高独占用户。腾讯音娱集团（TME）深耕数字音乐领域 15 年，目前已经拥有在线音乐、在线 K 歌、音乐直播、原创音乐等 4 个业务线和 7 个产品。自 TME 成立以来，QQ、酷狗、酷狗和全民 K 歌四大平台强强联手、相辅相成，总月活用户数超 8 亿，用户日均使用时长超 70 分钟，用户粘性极高，独占用户超 80%。

图23、2018Q3 年腾讯音乐用户份额（去重）

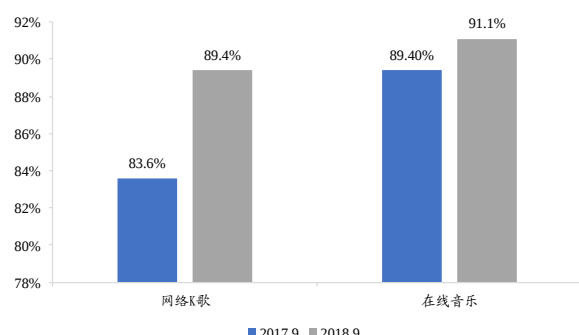


表11、中国主流数字音乐平台月活人数对比（万）

|       | 18 年 9 月 | 18 年 6 月 | QoQ   | 17 年 9 月 | YoY   |
|-------|----------|----------|-------|----------|-------|
| 酷狗音乐  | 35,424   | 35,833   | -1.1% | 21,973   | 61.2% |
| QQ 音乐 | 27,041   | 28,399   | -4.8% | 20,358   | 32.8% |
| 酷我音乐  | 13,230   | 13,069   | 1.2%  | 10,488   | 26.1% |
| 网易云音乐 | 11,332   | 11,366   | -0.3% | 6,662    | 70.1% |

资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年 10 月腾讯音娱集团赴美递交招股书，2018H1 腾讯音娱营收达 86.19 亿元，相较于 2017 年同期（44.85 亿元 RMB），同比增长 92%。同时是 2016 年全年的近两倍。此外，公司毛利率呈大幅增长态势，18H1 毛利率已超 40%，比去年同期多了 10 个百分点，利润变现明显。IPO 在即，我们看好腾讯音娱（TME）未来的发展。

- 但从利润端来说，我们认为，长视频行业目前仍处于投入期，短期内很难盈利，数字音乐、阅读等业务虽呈高速增长态势，但目前占比较小，数字内容短期变现空间待观望，长期仍看好数字内容等泛娱乐领域。

#### 四、“其他业务”增速超预期，支付及云业务呈现稳健增长

公司其他业务在 Q3 的收入达到 203 亿元人民币，同比增长 68.54%，环比增长 16%，增速持续稳健。其他业务的增长主要是由于支付及相关金融服务以及公司的云服务的贡献。但是受中国人民银行正逐步提升对第三方在线支付服务提供商集中存款准备金率的要求的影响叠加云服务的前期投入，“其他”业务的毛利率产生一定影响，由 Q2 的 24.91%下降至 Q3 的 23.26%。

**腾讯首次公布了云服务的收入：收入&客户数增速均翻番。**2018 年前三季，云服务的收入超过 60 亿元，同比增长超一倍，并达到环比两位数百分比的增长。腾讯云服务游戏及直播、视频领域维持着行业领先地位，并且扩大了其在金融及零售等其他行业的市场份额，腾讯云的付费客户数取得同比三位数百分比的增长。

**向 To B 转型，深耕消费互联网+拥抱产业互联网。**目前，互联网的发展进入下半场，产业互联网的重要性大大加强。面对这种变化，腾讯新成立云与智慧产业事业群（CSIG），调整了组织架构的核心聚焦构建“两张网”：深耕消费互联网和拥抱产业互联网。但是对云服务行业，我们认为，相对于阿里来说，腾讯云是后来者，因此其必然会采取低价占据市场份额，我们认为，腾讯云近期难以盈利，但长期预估市场份额和毛利率将持续上升。

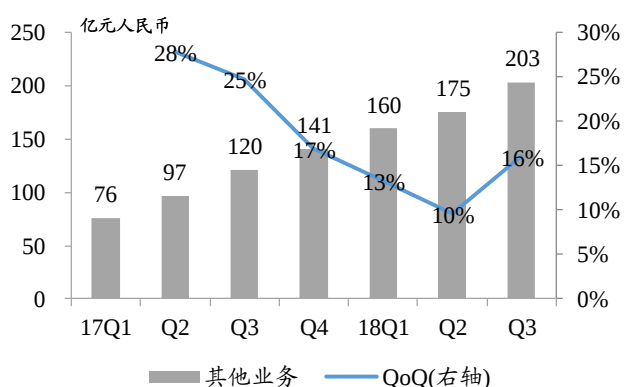
**微信生态圈彰显，微信支付日均交易量同比增长超过 50%。**其中线下日均商业支

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

付交易量同比增长 200%。此外,今年 10 月,腾讯推出了跨境移动支付服务,使 WeChat Pay 香港用户可以在中国内地以港元进行人民币计价的交易。这一跨境移动支付服务除了首批接入的 12306、滴滴、美团、大众点评等内地商户,餐饮、医疗、交通、旅游等领域的多家内地商户也将接入。

另一方面,在腾讯金融其他方面,腾讯也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,截至今年 Q3,腾讯理财通资产保有量超过 5,000 亿元人民币。微众银行产品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。

图24、腾讯其他业务增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表12、公司云业务产品及客户

| 厂商 | 主要产品种类                                               | 客户分布              | 特点                            |
|----|------------------------------------------------------|-------------------|-------------------------------|
| 阿里 | 云基础服务、域名与建站、云安全大数据、云上智能                              | 零售、健康、视频、游戏、金融等   | 数据中心数量多,目前客户数量庞大,云数智三位一体收费较高  |
| 腾讯 | 域名与安全、弹性计算、数据库存储与网络、解决方案                             | 游戏、金融、医疗、电商、视频等   | 快速布局海外市场,可用区覆盖面最广,自开发核心组件成熟稳定 |
| 金山 | 云服务器、云物理主机、数据库、对象存储、负载均衡、虚拟私有网络、CDN、托管Hadoop、云安全、云解析 | 视频、游戏、政企、金融、医疗云领域 | 广泛覆盖视频行业云服务                   |
| 电信 | 云主机、云存储、专属云、混合云、CDN、大数据、云专线、云间高速                     | 政府、医疗、教育、金融行业     | 国企背景推动政务云占比,坐拥丰富线下推广资源        |

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

### 五、投资建议：调整目标价至 321.8 港元，维持“审慎增持”评级。

我们使用 DCF 模型对公司股票进行重新估值,DCF 模型反馈了盈利预测的下调, (WACC=10%, Perpetual g=1.5%), 根据计算,腾讯剔除投资部分的 FCFF 折现计算的总股本价值为 2.06 万亿元人民币,并且按照腾讯投资对应资产给定 1.5 倍 PB,并对贡献负现金流的腾讯视频及腾讯云做了估值,加总股价为 321.8 港币。

表13、FCFF 测算(单位:人民币千元)

| 项目                 | 2015        | 2016       | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
|--------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT<br>(剔除腾讯投资收益) | 36,414,000  | 49,904,000 | 66,222,000  | 75,724,627  | 86,466,405  | 100,289,646 |
| 所得税率               | -19.63%     | -19.74%    | -17.85%     | -16.00%     | -16.00%     | -16.00%     |
| 息前税后利润(NOPLAT)     | 29,267,139  | 40,053,662 | 54,403,158  | 63,608,687  | 72,631,780  | 84,243,302  |
| 加:按股权结算的股份酬金开支     | 2,756,000   | 4,313,000  | 6,137,000   | 7,452,000   | 8,644,320   | 9,940,968   |
| 加:折旧与摊销            | 6,635,000   | 12,646,000 | 23,502,000  | 26,854,140  | 34,658,856  | 43,000,050  |
| 营业现金毛流量            | 38,658,139  | 57,012,662 | 84,042,158  | 97,914,827  | 115,934,957 | 137,184,321 |
| 减:追加营运资本           | -52,049,000 | 43,466,000 | -21,811,000 | -22,443,640 | -29,224,182 | -31,328,087 |
| 经营现金净流量            | 90,707,139  | 13,546,662 | 105,853,158 | 120,358,467 | 145,159,139 | 168,512,408 |
| 减:资本支出             | 7,709,000   | 12,100,000 | 12,768,000  | 24,485,000  | 35,503,250  | 44,379,063  |
| FCFF               | 82,998,139  | 1,446,662  | 93,085,158  | 95,873,467  | 109,655,889 | 124,133,346 |

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院预测

表14、DCF 估值

| FCFF 估值  | 现金流折现值(千)     | 价值百分比  |
|----------|---------------|--------|
| 第一阶段     | 112,848,496   | 4.23%  |
| 第二阶段     | 1,000,850,904 | 37.54% |
| 第三阶段(终值) | 948,510,060   | 35.58% |
| 企业价值 AEV | 2,062,209,459 |        |
| - 净债务    | 146,846,000   | -5.51% |
| - 少数股东权益 | 26,815,740    | -1.01% |
| + 现金     | 152,189,290   | -5.71% |
| 总股本价值    | 2,040,737,010 |        |
| 加腾讯投资的价值 | 545,239,500   | 20.45% |
| 加腾讯视频的价值 | 50,000,000    | 1.88%  |
| 加腾讯云的价值  | 30,000,000    | 1.13%  |
| 增值总股本价值  | 2,665,976,510 | 100%   |
| 股数(千股)   | 9,522,590     |        |
| 每股价值(元)  | 279.96        |        |
| 每股价值(港元) | 321.8         |        |

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院预测

表15、2018-2020 年分部经营利润占比

|         | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 增值服务    | 86.0% | 81.8% | 77.5% | 73.3% |
| 手游      | 34.7% | 37.6% | 36.8% | 33.7% |
| 端游      | 45.1% | 35.5% | 29.7% | 23.9% |
| 其他增值    | 6.2%  | 8.8%  | 10.9% | 15.7% |
| 网络广告    | 10.3% | 12.7% | 17.3% | 21.2% |
| 媒体广告    | -0.8% | -1.4% | 0.1%  | 1.7%  |
| 社交及其他广告 | 11.1% | 14.1% | 17.2% | 19.5% |
| 其他      | 3.6%  | 5.5%  | 5.3%  | 5.5%  |
| 支付      | 4.3%  | 6.6%  | 7.9%  | 7.7%  |
| 腾讯云     | -2.3% | -4.4% | -6.4% | -6.4% |
| 其他      | 1.7%  | 3.3%  | 3.7%  | 4.1%  |

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

表16、利润表年度预测表(单位:人民币百万元)

|                 | 2015    | 2016    | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-----------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入            | 102,863 | 151,938 | 237,760  | 312,695  | 405,160  | 500,165  |
| 增速              |         | 47.71%  | 56.48%   | 31.52%   | 29.57%   | 23.45%   |
| 营业成本            | -41,631 | -67,439 | -120,835 | -169,603 | -231,786 | -293,591 |
| 毛利润             | 61,232  | 84,499  | 116,925  | 143,092  | 173,373  | 206,575  |
| 增速              |         | 38.00%  | 38.37%   | 22.38%   | 21.16%   | 19.15%   |
| 利息收入            | 2,327   | 2,619   | 3,940    | 4,413    | 5,295    | 8,473    |
| 其他收益净额          | 1,886   | 3,594   | 20,140   | 25,704   | 28,495   | 40,784   |
| 销售费用            | -7,993  | -12,136 | -17,652  | -25,719  | -33,426  | -41,264  |
| 占收入比重           | -7.77%  | -7.99%  | -7.42%   | -8.23%   | -8.25%   | -8.25%   |
| 行政费用            | -16,825 | -22,459 | -33,051  | -41,648  | -53,481  | -65,022  |
| 占收入比重           | -16.36% | -14.78% | -13.90%  | -13.32%  | -13.20%  | -13.00%  |
| EBIT            | 40,627  | 56,117  | 90,302   | 105,841  | 120,257  | 149,546  |
| 财务成本净额          | -1,618  | -1,955  | -2,908   | -4,834   | -5,160   | -5,573   |
| 对联营企业和合营企业的投资收益 | -2,793  | -2,522  | 821      | 1,961    | 2,467    | 3,376    |
| 税前利润            | 36,216  | 51,640  | 88,215   | 102,969  | 117,564  | 147,350  |
| 所得税             | -7108   | -10193  | -15744   | -16,475  | -18,810  | -23,576  |
| 净利润             | 29,108  | 41,447  | 72,471   | 86,494   | 98,754   | 123,774  |
| 增速              |         | 42.39%  | 74.85%   | 19.35%   | 14.17%   | 25.34%   |
| NonGaap 净利润     | 32,852  | 45,991  | 66,404   | 79,558   | 90,750   | 115,875  |
| 增速              |         | 39.99%  | 44.38%   | 19.81%   | 14.07%   | 27.69%   |
| 归母净利润           | 28,806  | 41,095  | 71,510   | 84,764   | 95,791   | 119,442  |
| 增速              |         | 42.66%  | 74.01%   | 18.53%   | 13.01%   | 24.69%   |
| 少数股东损益          | 302     | 352     | 961      | 1,730    | 2,963    | 4,332    |

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院预测

表17、利润表季度预测表(单位:人民币百万元)

|              | 2018Q1  | 2018Q2  | 2018Q3  | 2018Q4  | 2019Q1  | 2019Q2  | 2019Q3  | 2019Q4  |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入         | 73,528  | 73,675  | 80,595  | 84,897  | 91,396  | 94,663  | 107,517 | 111,584 |
| 营业成本         | -36,486 | -39,229 | -45,115 | -48,773 | -49,926 | -53,218 | -62,372 | -66,271 |
| 毛利润          | 37,042  | 34,446  | 35,480  | 36,124  | 41,470  | 41,445  | 45,145  | 45,313  |
| 销售费用         | -5,570  | -6,360  | -6,573  | -7,216  | -7,540  | -7,810  | -8,870  | -9,206  |
| 占收入比重        | -7.6%   | -8.6%   | -8.2%   | -8.5%   | -8.2%   | -8.3%   | -8.3%   | -8.2%   |
| 行政费用         | -9,430  | -9,857  | -10,890 | -11,471 | -12,064 | -12,495 | -14,192 | -14,729 |
| 占收入比重        | -12.8%  | -13.4%  | -13.5%  | -13.5%  | -13.2%  | -13.2%  | -13.2%  | -13.2%  |
| EBIT         | 30,692  | 21,807  | 27,861  | 25,481  | 25,464  | 26,504  | 32,702  | 35,586  |
| 财务成本净额       | -654    | -1,151  | -1,492  | -1,537  | -706    | -1,243  | -1,582  | -1,629  |
| 税前利润         | 29,719  | 22,182  | 26,633  | 24,435  | 25,518  | 25,766  | 31,706  | 34,574  |
| 所得税          | -5,746  | -3,602  | -3,228  | -3,228  | -4,083  | -4,123  | -5,073  | -5,532  |
| 净利润          | 23,973  | 18,580  | 23,405  | 21,207  | 21,435  | 21,644  | 26,633  | 29,042  |
| 归母净利润        | 23,290  | 17,867  | 23,333  | 20,782  | 20,899  | 21,103  | 25,967  | 28,316  |
| 少数股东损益       | 683     | 713     | 72      | 424     | 536     | 541     | 666     | 726     |
| NonGaap 经营利润 | 25,272  | 22,258  | 22,563  | 22,256  | 19,568  | 26,980  | 26,319  | 31,881  |
| NonGaap 净利润  | 19,130  | 20,499  | 20,423  | 20,177  | 16,184  | 23,796  | 22,912  | 27,859  |

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院预测

目前在游戏行业龙头地位仍然稳固, 平台优势和渠道优势依然存在, 留得青山在, 公司游戏业务未来恢复高增长的基础没有坍塌; 微信的MAU在突破10亿以后持续增长, 公司熟人社交流量的潜在变现价值也越来越大; 另外数字内容带动了增值服务用户的增长, 视频和音乐等流媒体增长强劲; 支付和云服务也依旧保持着倍增, 收入占比也从Q2的23.75%继续上升到今年Q3的25.19%, 网络广告收入也首次超过20%; 此外, 腾讯投资方面也在逐渐体现价值, 随着公司联营及合营公司逐渐壮大, 腾讯系将在各行业享有更大的话语权, 长期来看有利于公司稳健发展。

**投资建议: 维持“审慎增持”评级。**腾讯几乎占据移动互联网各个领域的第一梯队, 我们认为, 该地位依然稳固, 不会被撼动。但是由于政策影响, 游戏大势承压, 此外腾讯正在优化自己的业务结构, 不依赖游戏业务创收, 因而导致公司毛利率、利润率、ROE等指标在短期内仍将承压。但从长期角度讲, 业务前景依旧乐观。我们调整公司目标价至321.8港元, 相当于2018/2019年Nongaap的29.32/25.17倍PE, 有14.27%的上升空间, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:**

- 1、政策监管风险;
- 2、游戏业务增速放缓。公司龙头游戏流水下降风险, 新游戏流水表现不达预期风险, 网游变现节奏放缓风险;
- 3、广告业务不及预期风险;
- 4、ROE、毛利率等财务指标下降风险;
- 5、组织架构调整不达预期;
- 6、腾讯系产品用户时长下降风险。

附表:

表18、公司 1Q17-3Q18 关键数据

| 单位: 亿元人民币                   | 1Q17A  | 2Q17A  | 3Q17A  | 4Q17A  | 1Q18A  | 2Q18A  | 3Q18   | 3Q18E 一致预期<br>11月14日 |        |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------------|--------|
| 总收入                         | 495.52 | 566.06 | 652.10 | 663.92 | 735.28 | 736.75 | 805.95 | 804.11               | 0.23%  |
| QoQ %                       | 13.0%  | 14.2%  | 15.2%  | 1.8%   | 10.7%  | 0.2%   | 9.4%   |                      |        |
| YoY %                       | 54.9%  | 58.6%  | 61.5%  | 51.4%  | 48.4%  | 30.2%  | 23.6%  |                      |        |
| 销售成本                        | 241.09 | 283.00 | 335.29 | 348.97 | 364.86 | 392.29 | 451.15 |                      |        |
| 毛利润                         | 254.43 | 283.06 | 316.81 | 314.95 | 370.42 | 344.46 | 354.80 | 367.80               | -3.53% |
| QoQ %                       | 7.7%   | 11.3%  | 11.9%  | -0.6%  | 17.6%  | -7.0%  | 3.0%   |                      |        |
| YoY %                       | 36.9%  | 38.4%  | 45.1%  | 33.3%  | 45.6%  | 21.7%  | 12.0%  |                      |        |
| 毛利率                         | 51.3%  | 50.0%  | 48.6%  | 47.4%  | 50.4%  | 46.8%  | 44.0%  | 45.7%                | -3.75% |
| 经营利润                        | 192.72 | 225.60 | 227.46 | 257.24 | 306.92 | 218.07 | 278.61 | 228.13               | -4.41% |
| QoQ %                       | 38.3%  | 17.1%  | 0.8%   | 13.1%  | 19.3%  | -28.9% | 27.8%  |                      |        |
| YoY %                       | 43.8%  | 57.4%  | 57.3%  | 84.7%  | 59.3%  | -3.3%  | 22.5%  |                      |        |
| 经营利润率                       | 38.9%  | 39.9%  | 34.9%  | 38.7%  | 41.7%  | 29.6%  | 34.6%  | 28.37%               | 21.85% |
| 股东享有的 NonGAAP 净利润           | 142.11 | 163.91 | 170.70 | 174.54 | 183.13 | 197.16 |        |                      |        |
| QoQ %                       | 15.2%  | 15.3%  | 4.1%   | 2.2%   | 4.9%   | 7.7%   |        |                      |        |
| YoY %                       | 41.7%  | 44.8%  | 45.4%  | 41.5%  | 28.9%  | 20.3%  |        |                      |        |
| 调整后的 NonGAAP 净利率            | 28.7%  | 29.0%  | 26.2%  | 26.3%  | 24.9%  | 26.8%  |        |                      |        |
| 稀释后 NonGAAP 每 ADS 盈余 (元人民币) | 1.49   | 1.72   | 1.79   | 1.83   | 1.92   | 2.06   |        |                      |        |
| QoQ %                       | 15.1%  | 15.4%  | 4.1%   | 2.2%   | 4.9%   | 7.3%   |        |                      |        |
| YoY %                       | 41.1%  | 44.1%  | 44.8%  | 40.8%  | 28.9%  | 19.8%  |        |                      |        |

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表19、公司预发布端游列表

| 英文名                            | 游戏名      | 自研代理 | 游戏类型           | 近期动态          |
|--------------------------------|----------|------|----------------|---------------|
| 高级休闲游戏 (ACG)                   |          |      |                |               |
| Rising Fire                    | 火源计划     | 代理   | 第一人称射击游戏 (FPS) | 6月28日开启不删档测试  |
| Orcs Must Die                  | 兽人必须死    | 代理   | 塔防竞技场(TOBA)    | 7月19日已停运      |
| Paragon                        | 虚幻争霸     | 代理   | 多人在线竞技 (MOBA)  | 2月14日内测结束     |
| Rocket League                  | 火箭联盟     | 代理   | 足球类 (Sports)   | 7月26日开启内测     |
| Deformers                      | 百变球球     | 代理   | 第三人称射击         | 4月9日结束首测      |
| Fortnite                       | 堡垒之夜     | 代理   | 第一人称射击游戏 (FPS) | 7月24日开启国服限量测试 |
| H1Z1                           | 生存王者     | 代理   | 第一人称射击游戏 (FPS) | -             |
| Playerunknown<br>Battle Ground | 绝地求生     | 代理   | 第一人称射击游戏 (FPS) | -             |
| Project_F                      | 手工星球     | 代理   | 沙盒游戏           | 4月24日开启内测预约   |
| Ylands                         | 艾兰岛      | 代理   | 沙盒游戏           | 7月20日结束技术测试   |
| Robocraft                      | 罗博制造     | 代理   | 沙盒游戏           | 5月9日开启不删档测试   |
| Magic: The<br>Gathering Arena  | 万智牌: 竞技场 | 代理   | 卡牌游戏(TCG)      | -             |
| Europa                         | 无限法则     | 自研   | 第一人称射击游戏 (FPS) | -             |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

|                                |                   |    |                |              |
|--------------------------------|-------------------|----|----------------|--------------|
| Monster Hunter: World          | 怪物猎人: 世界 (WeGame) | 代理 | 3D 动作 RPG      | 8 月 13 日停售   |
| Tom Clancy's Rainbow Six Siege | 彩虹六号: 围攻 (WeGame) | 代理 | 第一人称射击游戏 (FPS) | -            |
| 大型多人在线游戏 (MMOGs)               |                   |    |                |              |
| Lost Saga                      | 王牌对决              | 代理 | 2D 街机游戏 MMOG   | 7 月 20 日结束测试 |

资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

表20、公司预发布手游列表

| 英文名                                 | 游戏名         | 自研代理 | 游戏类型     | 近期动态                          |
|-------------------------------------|-------------|------|----------|-------------------------------|
| Stone Age                           | 石器时代        | 代理   | 回合制角色扮演  | 3 月 15 日开启测试                  |
| DnF Mobile (2D)                     | 地下城与勇士      | 代理   | 角色扮演     | 改编自 DNF 端游                    |
| Lineage II Revolution               | 天堂 II: 革命   | 代理   | MMORPG   | 改编自天堂 2 端游                    |
| Need for Speed Online Mobile        | 极品飞车 OL 手机版 | 代理   | 赛车游戏     | 改变自极品飞车 ONLINE                |
| JX Mobile 3                         | 剑网 3: 指尖江湖  | 代理   | MMORPG   | 改编自剑网 3 端游                    |
| JX Mobile 2                         | 剑侠情缘 2      | 代理   | 角色扮演     | 改编自剑侠情缘端游                     |
| Fairy Tail Mobile                   | 妖精的尾巴: 魔导少年 | 自研   | MMORPG   | 2017 年 7 月 25 日开会预约, 改编自动漫 IP |
| PUBG - Full Ahead                   | 绝地求生 全军出击   | 自研   | FPS      | 2 月 9 日开启公测, 未货币化             |
| PUBG - Exciting Battlefield         | 绝地求生 刺激战场   | 自研   | FPS      | 2 月 10 日开启公测, 未货币化            |
| Sprite Hunter                       | 一起来捉妖       | 自研   | 捉妖休闲手游   | AR+区块链技术                      |
| The Rhythm Of The Clouds And Dreams | 云梦四时歌       | 代理   | 回合制角色扮演  | -                             |
| Lord Xueying Mobile                 | 雪鹰领主手游      | 自研   | 角色扮演     | -                             |
| Naruto OL                           | 火影忍者 OL     | 自研   | 回合制角色扮演  | -                             |
| The Outcast                         | 一人之下        | 自研   | 横版动作手游   | 4 月 23 日开始预约                  |
| HUNTERxHUNTER                       | 全职猎人        | 代理   | 多人在线动作游戏 | -                             |
| Raziel                              | 暗黑之书        | 代理   | ARPG 手游  | -                             |
| Perfect World Mobile                | 完美世界        | 代理   | 热血格斗手游   | -                             |
| Samurai Showdown                    | 侍魂-胧月传说     | 代理   | 和风武者动作手游 | -                             |
| Game of Thrones                     | 权力的游戏凛冬将至   | 代理   | 战争策略类    | 下半年发布                         |
| Fox Spirit Matchmaker               | 狐妖小红娘       | 自研   | 国风二次元卡牌  | 下半年发布                         |
| Legend of Honour                    | 光明勇士        | 代理   | MMO      | 下半年发布                         |
| The Legend Of Qin                   | 秦时明月手游      | 自研   | MMORPG   | 下半年发布                         |
| ReEvolue                            | 我的起源        | 代理   | 创新沙盒类游戏  | 下半年发布                         |
| Street Fighter Online               | 街霸 OL       | 代理   | 即时策略卡牌   | 下半年发布                         |
| Moonlight Blade Mobile              | 天涯明月刀手游     | 自研   | MMORPG   | 下半年发布                         |
| Fighting Soul                       | 魂武者         | 代理   | 3D 格斗    | 9 月 14 日开启付费删档测试              |
| DBM                                 | 龙珠最强之战      | 代理   | 龙珠题材     | 已开启预约                         |
| World of Love                       | 恋世界         | 代理   | 恋爱互动游戏   | 已开启预约                         |
| Ever Adventure                      | 无尽远征        | 代理   | MMORPG   | -                             |

资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

| 资产负债表        |         |         |         |           | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|--------------|---------|---------|---------|-----------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度         | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E     |        |  |  |  |  |
| 流动资产         | 178,446 | 191,271 | 199,680 | 207,696   |        |  |  |  |  |
| 存货           | 295     | 414     | 566     | 717       |        |  |  |  |  |
| 应收账款合计       | 33,659  | 39,841  | 46,459  | 51,618    |        |  |  |  |  |
| 货币资金         | 105,697 | 112,221 | 113,859 | 116,565   |        |  |  |  |  |
| 其他流动资产       | 38,795  | 38,795  | 38,795  | 38,795    |        |  |  |  |  |
| 非流动资产        | 376,226 | 533,037 | 721,091 | 944,041   |        |  |  |  |  |
| 物业、厂房及设备     | 23,597  | 34,442  | 44,589  | 54,975    |        |  |  |  |  |
| 在建工程         | 3,163   | 4,163   | 5,263   | 6,263     |        |  |  |  |  |
| 投资物业         | 800     | 801     | 802     | 803       |        |  |  |  |  |
| 土地使用权        | 5,111   | 5,058   | 5,006   | 4,955     |        |  |  |  |  |
| 无形资产         | 40,266  | 52,700  | 68,025  | 84,768    |        |  |  |  |  |
| 于联营及合营公司的投资  | 144,581 | 209,444 | 290,983 | 392,359   |        |  |  |  |  |
| 可供出售金融资产     | 127,218 | 194,940 | 274,934 | 368,427   |        |  |  |  |  |
| 应收账款合计       | 31,490  | 31,490  | 31,490  | 31,490    |        |  |  |  |  |
| 资产总计         | 554,672 | 724,308 | 920,771 | 1,151,736 |        |  |  |  |  |
| 流动负债         | 151,740 | 185,484 | 227,479 | 271,117   |        |  |  |  |  |
| 应付账款         | 79,518  | 108,262 | 144,257 | 180,895   |        |  |  |  |  |
| 短期借款         | 15,696  | 20,696  | 26,696  | 33,696    |        |  |  |  |  |
| 其他流动负债       | 56,526  | 56,526  | 56,526  | 56,526    |        |  |  |  |  |
| 非流动负债        | 125,839 | 155,839 | 185,839 | 215,839   |        |  |  |  |  |
| 长期借款         | 82,094  | 112,094 | 142,094 | 172,094   |        |  |  |  |  |
| 其他非流动负债      | 43,745  | 43,745  | 43,745  | 43,745    |        |  |  |  |  |
| 负债合计         | 277,579 | 341,323 | 413,318 | 486,956   |        |  |  |  |  |
| 本公司权益持有人应占权益 | 256,074 | 358,645 | 479,401 | 631,224   |        |  |  |  |  |
| 股本及股本溢价      | 22,204  | 22,204  | 22,204  | 22,204    |        |  |  |  |  |
| 股份奖励计划所持股份   | -3,970  | -3,970  | -3,970  | -3,970    |        |  |  |  |  |
| 储备           | 35,158  | 35,598  | 36,318  | 36,379    |        |  |  |  |  |
| 保留盈利         | 202,682 | 304,813 | 424,848 | 576,611   |        |  |  |  |  |
| 少数股东权益       | 21,019  | 23,103  | 26,816  | 32,320    |        |  |  |  |  |
| 总权益          | 277,093 | 327,916 | 451,664 | 608,931   |        |  |  |  |  |
| 负债及权益合计      | 554,672 | 669,240 | 864,982 | 1,095,887 |        |  |  |  |  |

| 现金流量表      |         |          |          |          |
|------------|---------|----------|----------|----------|
| 会计年度       | 2017A   | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
| 税前利润       | 88,215  | 102,969  | 117,564  | 147,350  |
| 折旧和摊销      | 23,611  | 26,854   | 34,659   | 43,000   |
| 财务费用       | 2,908   | 4,834    | 5,160    | 5,573    |
| 营运资金的变动    | -6,400  | -6,182   | -6,619   | -5,159   |
| 其他         | -2,194  | -42,475  | -45,812  | -65,354  |
| 经营活动产生现金流量 | 106,140 | 86,000   | 104,952  | 125,410  |
| 投资活动产生现金流量 | -96,392 | -107,464 | -131,389 | -149,823 |
| 融资活动产生现金流量 | 26,598  | 27,988   | 28,076   | 27,119   |
| 现金净变动      | 36,346  | 6,524    | 1,638    | 2,706    |
| 现金的期初余额    | 71,902  | 105,697  | 112,221  | 113,859  |
| 现金的期末余额    | 105,697 | 112,221  | 113,859  | 116,565  |

| 利润表             |         |         |         |         | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度            | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |        |  |  |  |  |
| 营业收入            | 237,760 | 312,695 | 405,160 | 500,165 |        |  |  |  |  |
| 营业成本            | 120,835 | 169,603 | 231,786 | 293,591 |        |  |  |  |  |
| 毛利              | 116,925 | 143,092 | 173,373 | 206,575 |        |  |  |  |  |
| 利息收入            | 3,940   | 4,413   | 5,295   | 8,473   |        |  |  |  |  |
| 其它收益净额          | 20,140  | 25,704  | 28,495  | 40,784  |        |  |  |  |  |
| 销售费用            | 17,652  | 25,719  | 33,426  | 41,264  |        |  |  |  |  |
| 行政费用            | -33,051 | -41,648 | -53,481 | -65,022 |        |  |  |  |  |
| 经营利润            | 90,302  | 105,841 | 120,257 | 149,546 |        |  |  |  |  |
| 融资成本            | -2,908  | -4,834  | -5,160  | -5,573  |        |  |  |  |  |
| 占联营/合营公司损益      | 821     | 1,961   | 2,467   | 3,376   |        |  |  |  |  |
| 税前盈利            | 88,215  | 102,969 | 117,564 | 147,350 |        |  |  |  |  |
| 所得税             | 15,744  | 16,475  | 18,810  | 23,576  |        |  |  |  |  |
| 净利润             | 72,471  | 86,494  | 98,754  | 123,774 |        |  |  |  |  |
| 少数股东损益          | 961     | 1,730   | 2,963   | 4,332   |        |  |  |  |  |
| 归母净利润           | 71,510  | 84,764  | 95,791  | 119,442 |        |  |  |  |  |
| Non-GAAP归母净利润   | 65,126  | 76,713  | 86,575  | 109,830 |        |  |  |  |  |
| EPS(元)          | 7.60    | 8.90    | 10.06   | 12.54   |        |  |  |  |  |
| Non-GAAP EPS(元) | 6.96    | 8.35    | 9.53    | 12.17   |        |  |  |  |  |

## 主要财务比率

| 会计年度          | 2017A  | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长性           |        |       |       |       |
| 营业收入增长率       | 56.5%  | 31.5% | 29.6% | 23.4% |
| 毛利润增长率        | 38.4%  | 22.4% | 21.2% | 19.2% |
| 净利润增长率        | 74.9%  | 19.3% | 14.2% | 25.3% |
| 归母净利润增长率      | 74.0%  | 18.5% | 13.0% | 24.7% |
| 盈利能力(%)       |        |       |       |       |
| 毛利率           | 49.2%  | 45.8% | 42.8% | 41.3% |
| Non-GAAP净利率   | 27.9%  | 25.4% | 22.4% | 23.2% |
| Non-GAAP归母净利率 | 27.4%  | 24.5% | 21.4% | 22.0% |
| ROE           | 171.9% | 31.2% | 19.5% | 18.7% |
| ROA           | 13.1%  | 11.9% | 10.7% | 10.7% |
| 偿债能力          |        |       |       |       |
| 净资产负债率        | 100.2% | 89.4% | 81.6% | 73.4% |
| 资产负债率         | 50.0%  | 47.1% | 44.9% | 42.3% |
| 流动比率          | 1.18   | 1.03  | 0.88  | 0.77  |
| 速动比率          | 1.17   | 1.03  | 0.88  | 0.76  |
| 营运能力          |        |       |       |       |
| 资产周转率         | 42.9%  | 43.2% | 44.0% | 43.4% |
| 应收帐款周转率       | 0.14   | 0.13  | 0.11  | 0.10  |
| 每股资料(元)       |        |       |       |       |
| Non-GAAP每股收益  | 7.0    | 8.4   | 9.5   | 12.2  |
| 每股收益          | 7.6    | 8.9   | 10.1  | 12.5  |
| 每股净资产         | 27.2   | 37.7  | 50.3  | 66.3  |
| 估值比率(倍)       |        |       |       |       |
| PE(Non-GAAP)  | 35.2   | 29.3  | 25.7  | 20.1  |
| PB            | 9.0    | 6.5   | 4.9   | 3.7   |

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                   | 类别   | 评级   | 说明                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------------------------------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%                                     |
|                                                                                                                                             |      | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间                                 |
|                                                                                                                                             |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                 |
|                                                                                                                                             |      | 减持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                     |
|                                                                                                                                             |      | 无评级  | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
|                                                                                                                                             | 行业评级 | 推荐   | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                        |
|                                                                                                                                             |      | 中性   | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|                                                                                                                                             |      | 回避   | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                        |

## 信息披露

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、皖蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司和朗诗绿色集团有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。