

游戏业务虽有短期担忧，广告、支付前景依旧广阔

海外公司研究动态

◆17年四季度收入不及预期、Non-GAAP 净利润超市场预期

腾讯公告 4Q 业绩，单季实现营收 664 亿元人民币同比增长 51%，低于市场预期 3%，主要由于网络游戏业务近两年来首次出现环比下降，低于预期所致；Non-GAAP 净利润 175 亿元同比增长 42%，高于市场预期 3%。

◆游戏社交等增值业务同比增 37%，支付、云计算等同比增 121%

公司增值业务营收 399 亿元，同比增长 37%。其中，（1）网络游戏收入同比增长 32%至 244 亿元：端游同比增长 13%至 128 亿元，预计未来端游增长将放缓；手游同比增长 59%至 169 亿元，环比下滑 7%，低于我们预期，我们认为可能的原因是年底《王者荣耀》受到“吃鸡”类手游冲击及季节性影响致使整体移动游戏收入出现近两年来的首次环比下降。目前多款重量级游戏仍处于提升用户体验、稳固用户群的阶段，并未立即商业化，预计 1Q18 移动游戏增速将有所反弹。（2）社交网络收入增长 45%至 156 亿元，主要由于订购数字内容服务与游戏内虚拟道具销售的收入增长所致。其他收入 141 亿元，同比增长 121%，主要由于支付业务及云计算收入增长所致。受线下商业交易量同比增长逾一倍所带动，微信支付商业交易量继续快速增长；腾讯云基础设施在全球覆盖 21 个地区，运营 36 个可用区。

◆网络广告收入 124 亿元，同比增长 49%，仍有较大提升空间

公司网络广告业务收入 124 亿元，同比增 49%。其中，媒体广告收入同比增长 22%至 41 亿元，主要受益于腾讯视频收入的增长；社交及其他广告收入 82 亿元，同比增速进一步提高至 68%，主要来源于微信朋友圈、公众号和广告联盟广告收入的增长。此外，公司在若干一线城市增加了微信朋友圈的广告投放量，并降低了微信公众号的流量门槛。参考 Facebook 的发展历程，并综合对比 17 年 Facebook 和腾讯网络广告的 ARPU (20 vs. 6 USD)，我们对公司网络广告持续高速增长，仍持有乐观态度。

◆维持“买入”评级，提升目标价至 494 港元/股

基于本次业绩表现，我们略微下调公司 18/19/20 年收入分别至 3,295、4,156、5,222 亿元人民币，同比分别增长 39%、26%、26%；略微上调公司净利润分别至 965、1,251、1,637 亿元人民币，同比分别增长 33%、30%、31%；考虑到公司积极布局互联网各细分领域，且其股权投资价值不断提升，将公司部分市值公允的非控股企业价值纳入我们此前的分部估值中，上调目标价至 494 港元，对应 18 年 39x PE，维持“买入”评级。

◆风险提示：游戏及社交政策监管风险，网络广告业绩持续不达预期

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元人民币）	1,519	2,378	3,295	4,156	5,222
营业收入增长率	47.71%	56.48%	38.59%	26.13%	25.64%
净利润（亿元人民币）	414	725	965	1,251	1,637
净利润增长率	42.39%	74.85%	33.14%	29.64%	30.91%
EPS（港元）	5.44	9.43	12.61	16.34	21.40
ROE（归属母公司）	22.06%	26.15%	31.27%	29.97%	29.33%
P/E	81	47	35	27	21

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

买入（维持）

当前价/目标价：439.4/494 港元

目标期限：12 个月

分析师

曹天宇（执业证书编号：S0930517110001）
021-22169105
caoty@ebsec.com

秦波（执业证书编号：S0930514060003）
021-22169323
qinbo@ebsec.com

市场数据

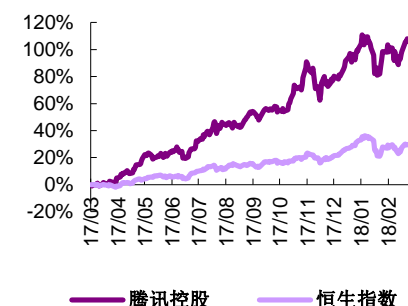
总股本(亿股)：94.99

总市值(亿港元)：43,944.11

一年最低/最高(港元)：218.2-476.6

近 3 月换手率：26.2%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.5	8.9	74.9
绝对	3.5	16.4	102.7

相关研报

《中国最大流量平台，网络广告成下一增长点》

..... 2016-11-16

《1Q17 业绩超预期，继续看好网络广告增速反弹》

..... 2017-05-18

《王者荣耀引市场担忧，股价调整带来良好介入时机》

..... 2017-07-05

1、业绩概览：收入略低于市场预期

4Q17 腾讯实现营收 664 亿元人民币同比增长 51%，低于市场预期 3%，主要由于网络游戏业务近两年来首次出现环比下降，低于预期所致。经营盈利 216 亿元，同比增长 85%，主要由于若干非现金项目及并购交易等影响。剔除该影响，Non-GAAP 经营盈利 219 亿元，同比增长 46%；Non-GAAP 经营利润率由去年同期 34%下降至 33%。归母净利润 208 亿元，同比增长 98%。Non-GAAP 净利润 175 亿元同比增长 42%，高于市场预期 3%。

收入结构上，网络游戏占收入比重逐步降低，由 4Q16 的 42%下降至 4Q17 的 37%；其他业务占收入比由 4Q16 的 15%上升至 4Q17 的 21%。

具体分业务来看：

增值服务业务收入同比增长 37%至人民币 399 亿元。

-网络游戏收入同比增长 32%至 244 亿元，增长主要由于公司的手机游戏（包括《王者荣耀》等现有游戏以及《乱世王者》与《经典版天龙手游》等新游戏）的收入增长。但不及我们的预期，我们认为可能的原因是 17 年 11 月、12 月《王者荣耀》受到吃鸡类手游的冲击及年末季节性影响致使整体移动游戏业务收入出现近两年来的首次环比下降，QoQ -7%。

-社交网络收入增长 45% 至人民币 156 亿元，主要由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务与游戏内虚拟道具销售的收入增长。

网络广告业务收入同比增长 49%至人民币 124 亿元。

-媒体广告收入增长 22%至 41 亿元，主要受益于腾讯视频（视频流媒体服务）收入的增长。

-社交及其他广告收入增长 68%至 82 亿元，主要由于来自微信（主要是微信朋友圈及微信公众账号）及公司的广告联盟的广告收入增长。

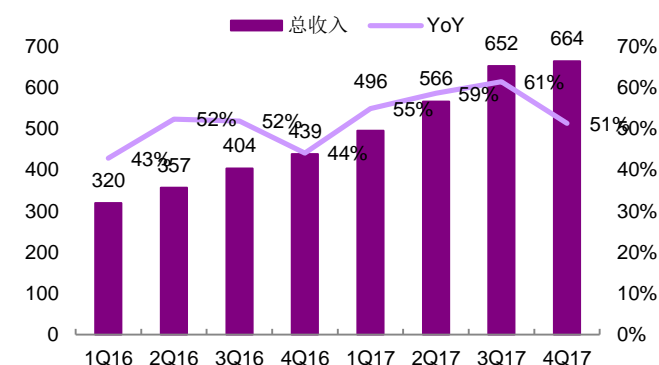
其他业务收入同比增长 121%至 141 亿元，主要受公司的支付相关服务及云服务收入的增长所推动。

表 1：腾讯分布业务概览

分部业务		盈利模式	涉及平台或应用
增值服务	网络游戏	虚拟产品/道具付费 运营方式包括自研、收购、第三方代理等，其中第三方代理需要向开发商分成	各类网络游戏：LOL、DNF、CF、王者荣耀等
	社交网络	数字内容订阅、QQ 会员订阅、虚拟道具销售	QQ、腾讯视频、腾讯音乐、腾讯文学、应用宝等平台
网络广告	媒体广告	Banner、In-feed、Video pre-roll	QQ.Com、腾讯新闻 APP、天天快报、腾讯视频
	社交广告	QQ 空间广告、短视频广告、公众号广告等	QQ 看点、QQ 空间、公众号、朋友圈、QQ 浏览器、应用宝
其他		云计算、支付、提供商标授权、软件开发服务、软件销售及其他	微信支付、财付通、腾讯云等

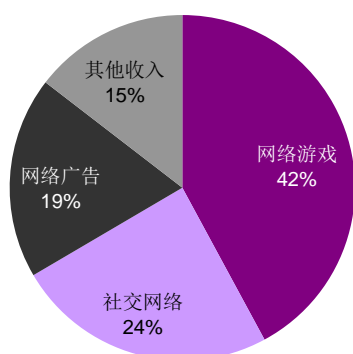
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 1: 1Q16-4Q17 收入及增速 (单位: 亿元人民币)



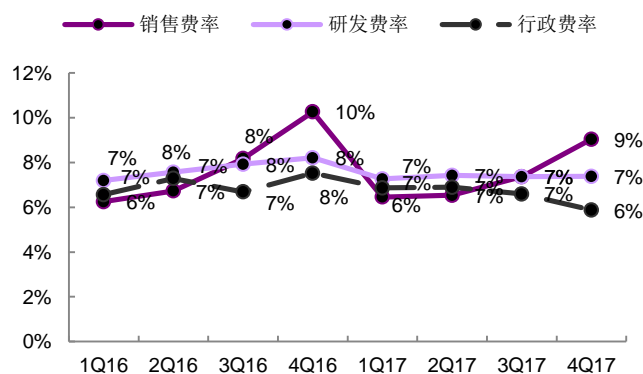
资料来源: 公司公告

图 3: 4Q16 营收结构



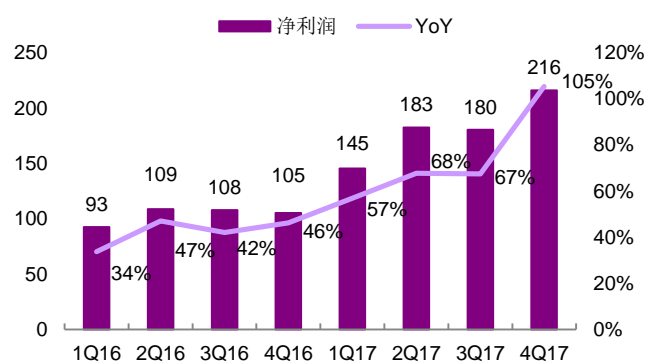
资料来源: 公司公告

图 5: 1Q16-4Q17 各项经营费率变化



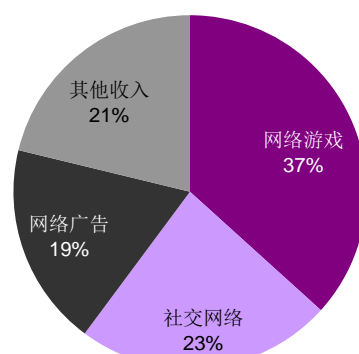
资料来源: 公司公告

图 2: 1Q16-4Q17 净利润及增速 (单位: 亿元人民币)



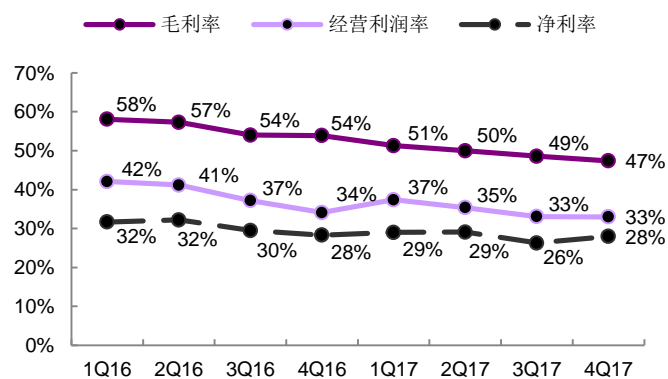
资料来源: 公司公告

图 4: 4Q17 营收结构



资料来源: 公司公告

图 6: 1Q16-4Q17 毛利率、经营利润率、净利率变化



资料来源: 公司公告 (注: 经营利率、净利率为非通用会计准则)

2、游戏市占率进一步提升，但增速放缓

2.1、网络游戏业务同比增长 32%

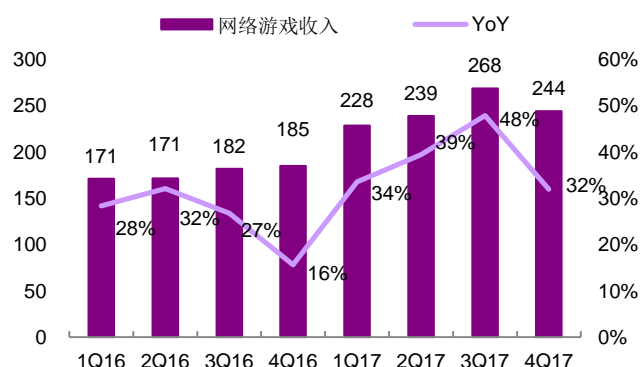
4Q16 网络游戏收入 244 亿元，同比增长 32%。

1) 端游同比增长 13%至 128 亿元，主要受益于 DNF、LOL 的强劲表现。活跃用户数因用户向移动端转移而下滑，以及 Q4 虚拟道具销售推广活动减少，导致端游收入环比下降 9%。由于在未来 PC 用户向移动端转移的趋势仍然存在，所以端游收入可能仍会面临压力。

2) 手游收入 169 亿元，同比增长 59%，环比下滑 7%，主要由于活跃用户数保持稳定，但 ARPU 环比下滑。公司多款游戏推出后，仍处于提升用户体验、稳固用户群的阶段，并未立即商业化，如《绝地求生：刺激战场》、《绝地求生：全军出击》、《穿越火线手游》等。十二月推出的《QQ 飞车手游》，日活突破 2,000 万，收入稳定。

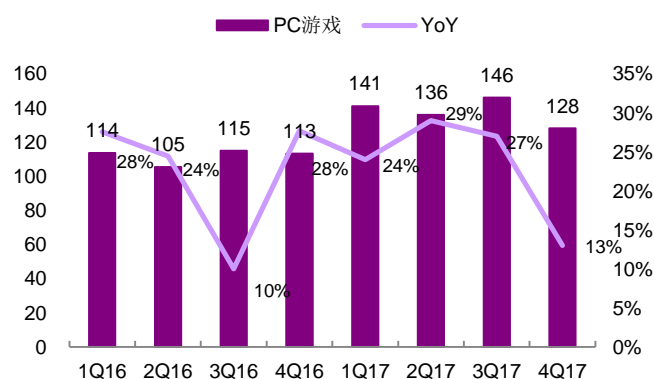
全年来看，腾讯 17 年网络游戏业务收入共计 979 亿元人民币，市占率进一步提升，由 16 年的 43%提升至 17 年 48%。市占率逐步增大导致业务增速更趋同于行业，而游戏行业受到游戏玩家数量、付费率等因素影响，增速逐步放缓，因此我们判断公司游戏业务增速或将进一步放缓。

图 7：1Q16-4Q17 网络游戏收入（单位：亿元人民币）



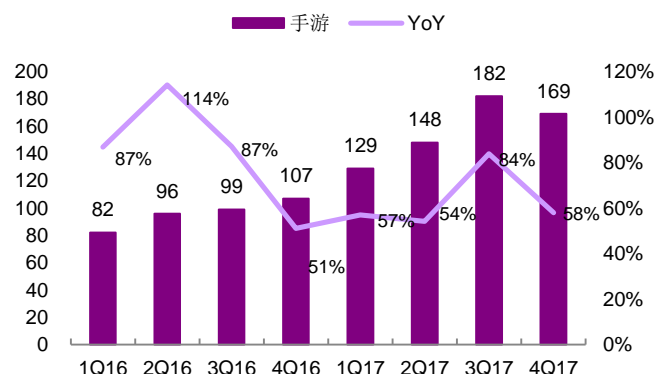
资料来源：公司公告

图 8：1Q16-4Q17 端游收入&增速（单位：亿元人民币）



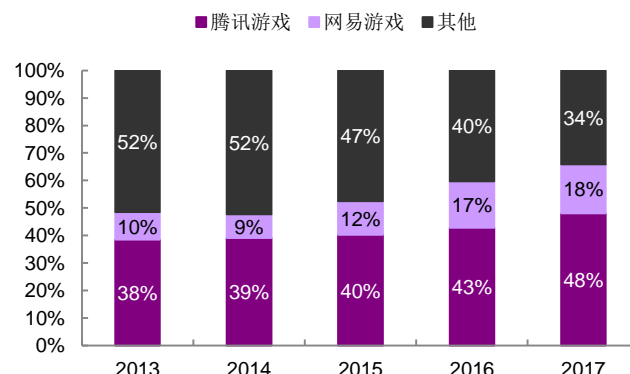
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 9：1Q16-4Q17 手游收入&增速（单位：亿元人民币）



资料来源：公司公告（手游收入包括属于社交网络业务的智能手机游戏收入）

图 10：腾讯游戏市占率逐步提升

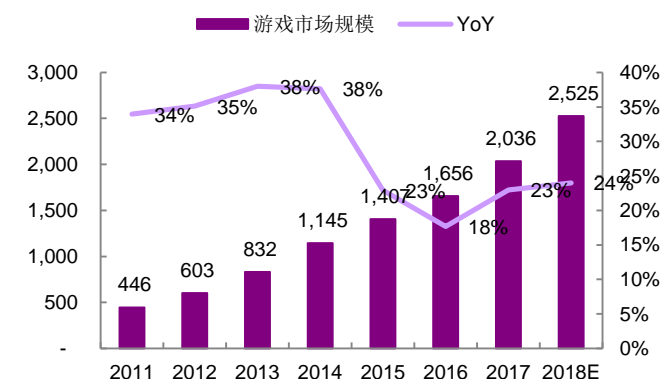


资料来源：GPC&CNG&IDC，各公司公告，光大证券研究所整理

2.2、网络游戏行业增速放缓

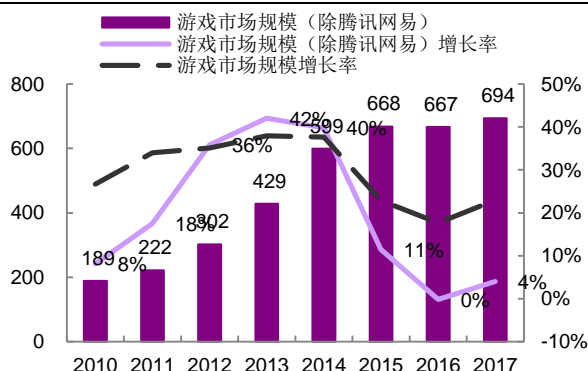
2017 年游戏行业市场规模达 2,036 亿元人民币，同比增长 23%，整体增速略有反弹，主要受益于《王者荣耀》、“吃鸡”类全民游戏的爆发。2018 年受益于“吃鸡”类游戏继续快速增长，预计游戏行业将维持 24% 的增速。整体游戏市场马太效应显著，剔除网易与腾讯收入后，行业增速连续两年维持在个位数，游戏行业进入存量阶段。

图 11：2011-2018E 中国游戏行业市场规模（单位：亿元人民币）



资料来源：GPC&GNC&IDC，光大证券研究所预测

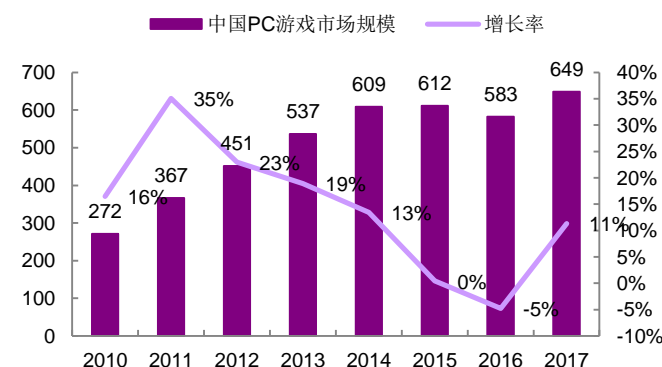
图 12：中国游戏市场规模（除腾讯&网易）（单位：亿元人民币）



资料来源：GPC&GNC&IDC，各公司公告，光大证券研究所整理

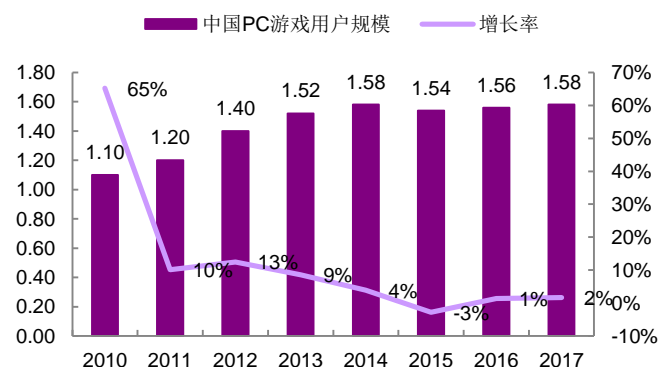
17 年 PC 游戏市场规模 649 亿元，同比增长 11%，用户规模略增 2%，增速显著高于 15/16 年，主要受益于《守望先锋》和《绝地求生》等端游的爆发。15 年开始，PC 游戏市场已经进入存量阶段，主要由于：1) 手游市场发展给端游市场带来冲击，游戏用户分流；2) 端游研发力量过度向手游转移，16 年“端改手”游戏收入占比高达 42.1%。16 年暴雪射击类游戏《守望先锋》，登顶北美 PC 游戏市场，证明 PC 市场仍有机会，并随着手游行业增速放缓，端游厂商研发力量得到增强，17 年游戏《绝地求生》火遍全球，18 年进入全民“吃鸡”时代。

图 13：中国 PC 游戏市场规模（单位：亿元人民币）



资料来源：GPC&GNC&IDC，光大证券研究所整理

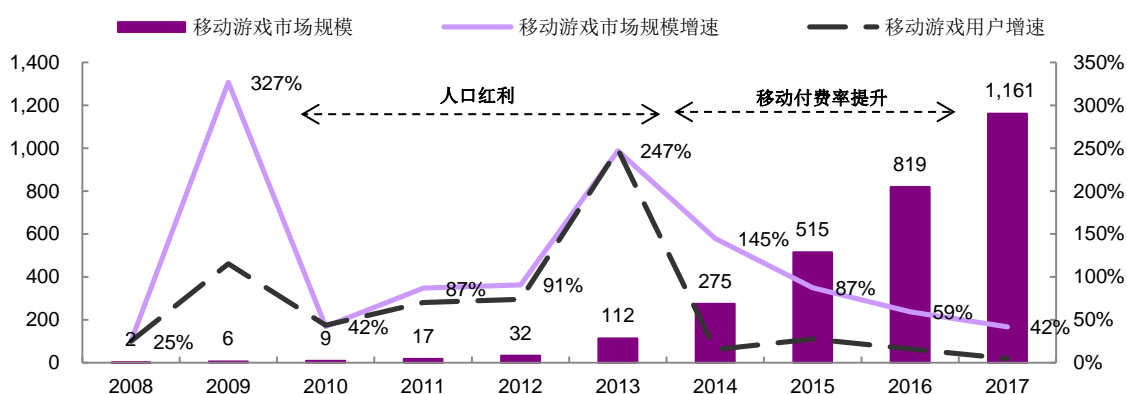
图 14：中国 PC 游戏用户规模（单位：亿人）



资料来源：GPC&GNC&IDC，光大证券研究所整理

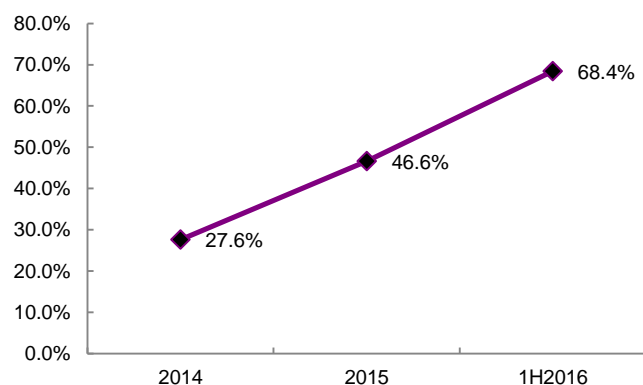
2017 年移动游戏市场规模 1,161 亿元人民币，同比增长 42%，未来增速或将进一步放缓。回顾移动游戏行业发展历程，2010-2013 年行业增速基本与移动游戏用户增速吻合。2014-2017 年移动游戏付费率快速提升，受益于移动支付的普及，手游用户付费率从 2014 年 27.6% 提升至 1H16 的 68.4%，致使移动游戏行业仍能维持较高增速。2018 年我们认为在人口红利消失，及付费率提升空间有限的情况下，行业增速将主要通过提高 ARPU 来实现，移动游戏的不断中重度化及新颖的架构（类似《王者荣耀》及“吃鸡”类游戏）将带来 ARPU 继续提升。我们预计 18 年移动游戏行业增速将进一步放缓至 25-30%。

图 15：2008-2017 移动游戏市场规模及增速与移动游戏用户增速（单位：亿元人民币）



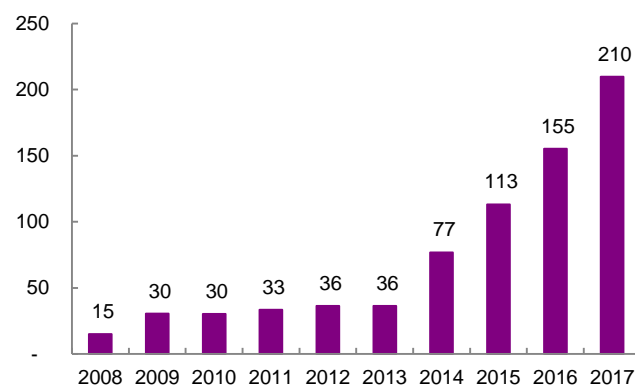
资料来源：GPC&GNC&IDC，光大证券研究所整理

图 16：2014-1H16 中国移动游戏用户付费率



资料来源：企鹅智库，光大证券研究所整理

图 17：2008-2017 移动游戏 ARPU 值（单位：元）

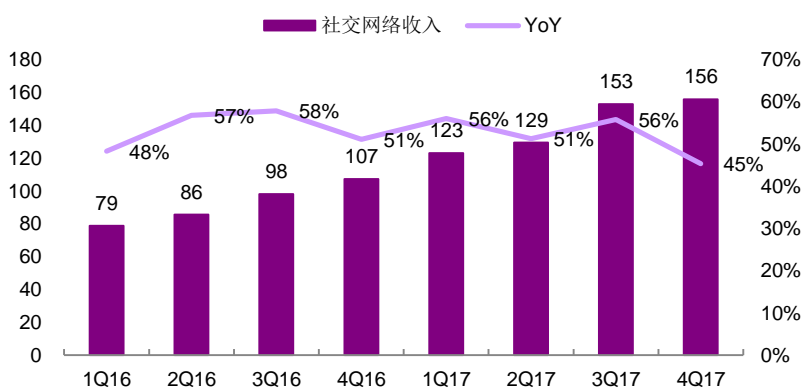


资料来源：GPC&GNC&IDC，光大证券研究所测算（市场规模/用户数）

3、社交网络：继续保持快速增长

社交网络收入增长 45%至 156 亿元,主要是由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务与游戏内虚拟道具销售的收入增长。公司旗下的数字内容提供商主要包括腾讯视频、阅文集团和腾讯音乐。腾讯视频 Q4 移动端 DAU 同比增长 44%至 1.37 亿,截止 2017 年年末付费用户超过 5,600 万,同比增长 121%,截止 2018 年 2 月底,付费用户达 6,260 万。在信息流内容和短视频领域,公司升级了腾讯内容开放平台以整合内容库,使内容在公司的新闻、浏览器及社交平台上能够便利地发布。

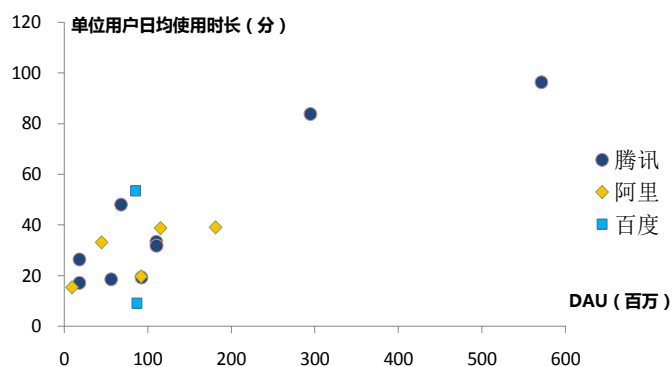
图 18: 1Q16-4Q17 社交网络收入 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

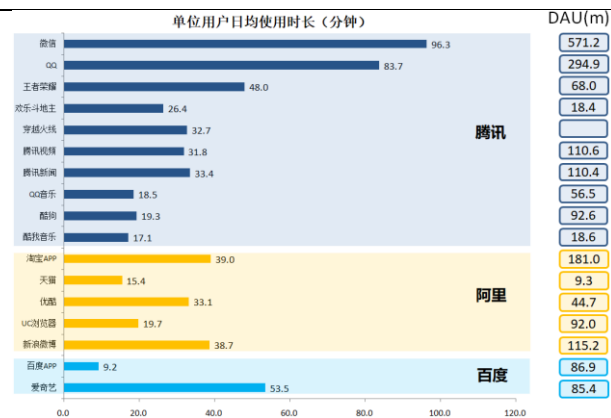
腾讯的流量优势体现在旗下大量 APP 日均活跃用户及使用时间均超过其他同类竞争对手。2017 年, QQ 月活跃账户同比上升 1.7%至 6.8 亿, 微信及 WeChat 合并月活跃账户达 9.9 亿, 同比增长 11.2%。除微信、QQ 外, 公司其他 APP 均在 DAU 及使用时长两个维度远高于阿里、百度等互联网巨头, 如腾讯视频、腾讯音乐等。我们认为腾讯掌握了中国互联网的渠道入口, 通过自有流量及渠道平台可快速地将高质量的用户输送到新的业务板块, 为其在未来互联网新兴领域的扩张及变现, 奠定巨大优势。

图 19: 2017 BAT 主要产品 DAU 和日均使用时长



资料来源: 极光大数据, 光大证券研究所整理 (注: DAU 数据为 2017 年 9 月, 日均使用时长 16 年 11 月-17 年 10 月)

图 20: 2017 BAT 主要产品日均使用时长和 DAU



资料来源: 极光大数据, 光大证券研究所整理 (注: DAU 数据为 2017 年 9 月, 日均使用时长 16 年 11 月-17 年 10 月)

4、网络广告或将是腾讯下一个增长点

4.1、网络广告业务维持高增长

4Q17 网络广告收入 124 亿人民币, 同比增长 49%, 与 3Q17 增速基本持平。

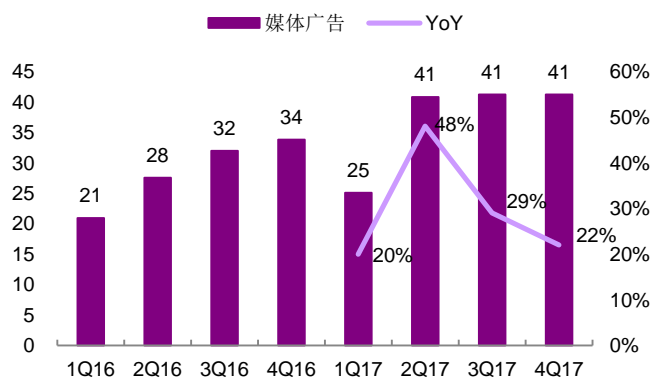
具体来看:

媒体广告收入 41 亿元, 同比增长 22%, 主要受益于腾讯视频 (视频流媒体服务) 收入的增长。由于公司原创和授权视频内容的热播, 公司视频平台的流量实现增长, 用户参与度得到提升, 同时有益于吸引更多品牌推广及赞助广告。**4Q 增速较前两个季度有所减缓, 是由于公司在 17 年底完成了信息流广告系统的改进, 并开始恢复商业化, 部分收入被改进广告系统所导致的新闻应用广告资源减少所抵消。**

社交及其他广告收入 82 亿元, 同比增速进一步提高至 68%, 增长主要来源于微信朋友圈、公众号和广告联盟广告收入的增长。为满足广告主需求, 公司在若干一线城市增加了微信朋友圈的广告投放量, 并降低了微信公众号的流量门槛。同时, 公司运用自由人工智能技术及数据分析能力, 进一步增强了公司广告平台的用户定向能力, 让广告主要实现更高的投资回报率。因此, **社交广告的广告主数量实现强劲增长。**

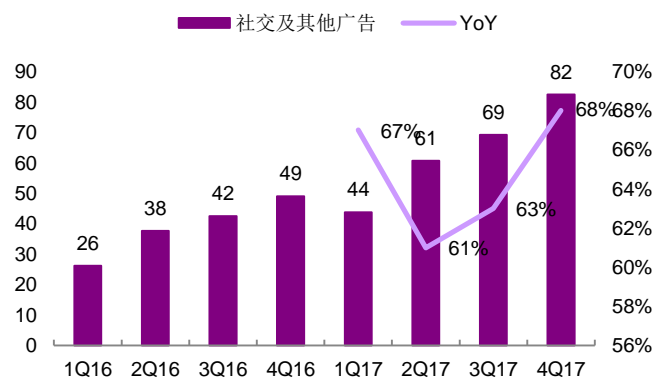
考虑到公司庞大的 MAU 及大数据资源, 并参考 Facebook 的发展历程, 我们对公司网络广告业务持续高速增长, 仍持有乐观态度。

图 21: 1Q16-4Q17 媒体广告收入 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 22: 1Q16-4Q17 社交广告收入 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

4.2、网络广告 ARPU 仍有较大提升空间

作为社交网络的巨头, 腾讯和 Facebook 都用有海量的 MAU 及用户数据, 甚至腾讯的用户数据可能较 Facebook 更为全面, 例如: 支付及金融数据, 所以我们认为 Facebook 在网络广告变现方面有一定的相似性, ARPU 值的增长情况也具备一定借鉴意义。

2017 年腾讯网络广告业务 ARPU 约 40.9 元人民币合 6.47 美元, 相比 Facebook 17 年 ARPU 20.21 美元, 仍有较大差距。具体分析 Facebook 各地区 ARPU, 我们发现北美地区 ARPU 由 10 年的 8.34 美元提升至 17 年

84.41 美元, 7 年提升了 10 倍。ARPU 值的快速提升, 主要由于海量大数据资源及算法的优化, 社交广告推送的精准度提升, 带来广告主 ROI 不断提高, 致使 Facebook 平台的溢价能力不断增加。因此我们认为 ARPU 的提升是广告主对社交广告认可度不断提升的体现。

此外亚洲地区 Facebook 广告 ARPU 为 8.92 美元, 显著高于腾讯网络广告 6.47 美元的 ARPU。我们认为腾讯网络广告仍就处于变现的初级阶段, 有巨大的发展空间。

表 2: 2013-2017 腾讯网络广告收入、ARPU、微信 MAU

	2013	2014	2015	2016	2017
网络广告收入 (百万元人民币)	5,034	8,308	17,468	26,970	40,439
ARPU (元人民币/年)	14.2	16.6	25.1	30.3	40.9
ARPU (美元/年)	2.2	2.6	4.0	4.8	6.5
微信 MAU (百万)	355	500	697	889	989

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理。注: ARPU=网络广告收入/微信 MAU, 汇率: 人民币: 美元=1:6.3175

表 3: 2010-2017 Facebook 分地区收入、ARPU、MAU

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
总收入 (百万美元)	1,974	3,711	5,089	7,872	12,466	17,928	27,638	40,653
YoY		88%	37%	55%	58%	44%	54%	47%
北美广告收入	1,071	1,583	2,067	3,173	5,285	8,385	13,588	19,484
YoY		48%	31%	54%	67%	59%	62%	43%
欧洲广告收入	555	1,002	1,237	1,958	3,131	4,296	6,403	9,708
YoY		81%	23%	58%	60%	37%	49%	52%
亚洲广告收入	142	313	515	974	1,741	2,655	4,332	6,716
YoY		120%	65%	89%	79%	52%	63%	55%
其他地区广告收入	98	255	459	881	1,335	1,743	2,562	4,034
YoY		160%	80%	92%	52%	31%	47%	57%

ARPU (美元/年)

全球	3.97	5.02	5.32	6.81	9.45	11.96	12.98	20.21
北美	8.34	11.33	13.58	18.70	28.68	41.65	62.23	84.41
欧洲	3.75	5.46	5.91	8.04	11.60	14.32	19.40	27.41
亚洲	1.49	2.05	2.35	3.15	4.46	5.45	7.29	8.92
其他地区	0.94	1.50	1.84	2.64	3.35	3.86	4.66	6.20

MAU (百万)

全球	608	845	1,056	1,227	1,394	1,591	1,859	2,129
北美	138	212	298	368	449	540	673	828
欧洲	133	225	304	376	436	509	606	692
亚洲	183	229	261	282	301	323	349	370
其他地区	154	179	193	201	208	219	231	239

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

我们将网络广告分为主动搜索广告和被动推送广告，主动搜索广告主要由搜索引擎、电商推送构成，由于用户需求意愿在推送前已得以体现，广告的转化率高于被动推送广告，因此单价更高。但随着用户数据量的不断增长，被动推送广告中社交类广告的单价及市占率逐年提升。

在北美网络广告市场中，以主动搜索广告为代表的 Google 与以被动推送广告为代表的 Facebook 的北美地区广告收入比值从 2010 年的 11.5% 提升至 2017 年的 52.9%，且 Facebook 近年来维持 40% 以上增速，高于 Google 的 20% 左右增速，由此可见广告主对社交广告认可度不断提升。

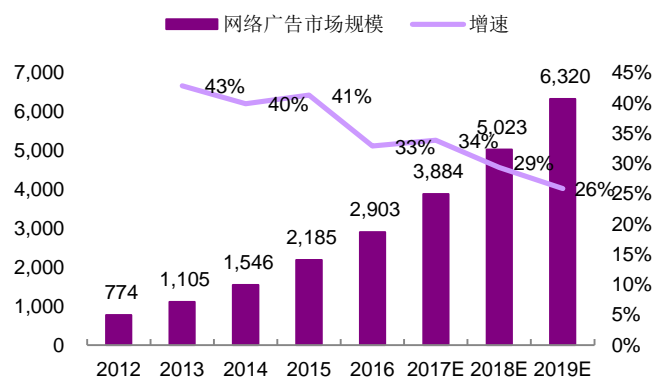
在中国网络广告市场中，腾讯作为被动推送广告的代表，与百度、阿里等主动搜索广告的广告收入比值由 2013 年 9.6% 增至 2017 年 24.9%。从北美地区网络广告的发展历程来看，随着算法优化、自有人工智能技术的运用及数据分析能力的增强，我们预计未来行业格局向被动推送广告倾斜的趋势仍会保持。腾讯网络广告市占率由 13 年 5% 提升至 17 年 10%，市占率持续提升。

表 4：北美地区及中国地区主要广告运营商对比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
北美地区广告收入（百万美元）								
Facebook	1,071	1,583	2,067	3,173	5,285	8,385	13,588	19,484
YoY		48%	31%	54%	67%	59%	62%	43%
Google*	9,319	12,116	14,433	17,246	19,219	24,297	30,246	36,819
YoY		30%	19%	19%	11%	26%	24%	22%
FB/Google	11.5%	13.1%	14.3%	18.4%	27.5%	34.5%	44.9%	52.9%
中国地区广告收入（百万元人民币）								
腾讯	1,373	1,992	3,382	5,034	8,308	17,468	26,970	40,439
YoY		45%	70%	49%	65%	110%	54%	50%
百度	7,913	14,490	22,246	31,802	48,495	64,037	64,525	73,146
YoY		83%	54%	43%	52%	32%	1%	13%
阿里				20,681	30,928	40,135	57,148	89,287
YoY					50%	30%	42%	56%
腾讯/（百度+阿里）				9.6%	10.5%	16.8%	22.2%	24.9%

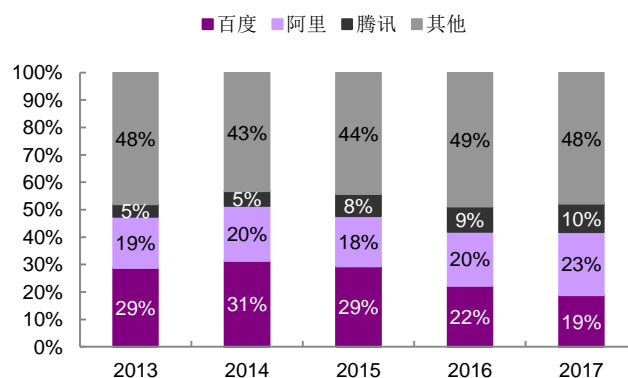
资料来源：Bloomberg，各公司公告，光大证券研究所整理。*注：Google 北美广告收入=Google 北美收入×Google 广告收入占比

图 23：中国网络广告市场规模（单位：亿元人民币）



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理

图 24：网络广告市场竞争格局

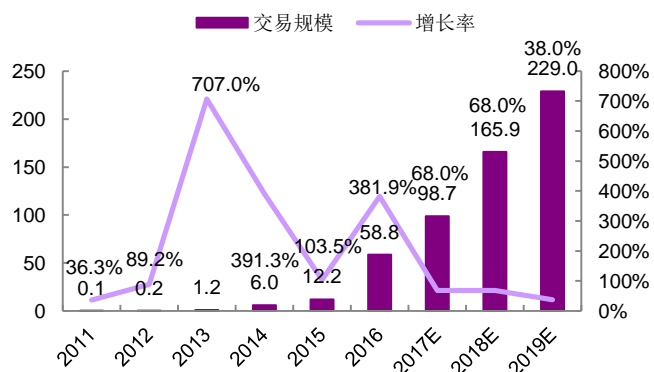


资料来源：艾瑞咨询，各公司公告，光大证券研究所整理

5、移动支付高速发展，腾讯支付市占率 39%

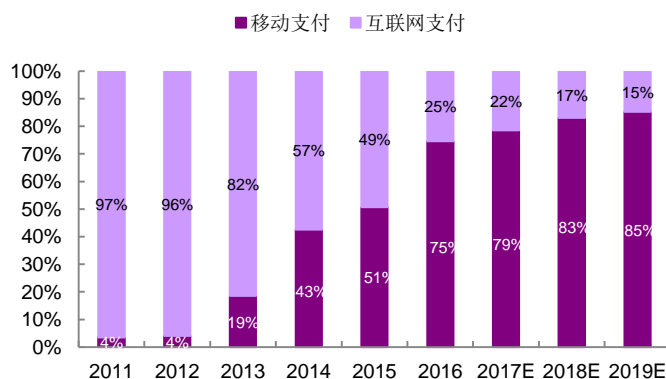
中国第三方移动支付交易规模持续增长，2016 年移动支付规模约 58.8 万亿元，同比增长 381.9%。移动设备的普及和移动互联网技术的提升，带动了移动支付规模的扩大，2016 年移动支付交易规模占比达 74.6%，远高于互联网支付占比。随着移动支付对用户生活场景的纵深拓展，我们认为移动支付行业将保持高速发展状态。

图 25: 2011-2019 年中国第三方移动支付交易规模 (单位: 万亿元人民币)



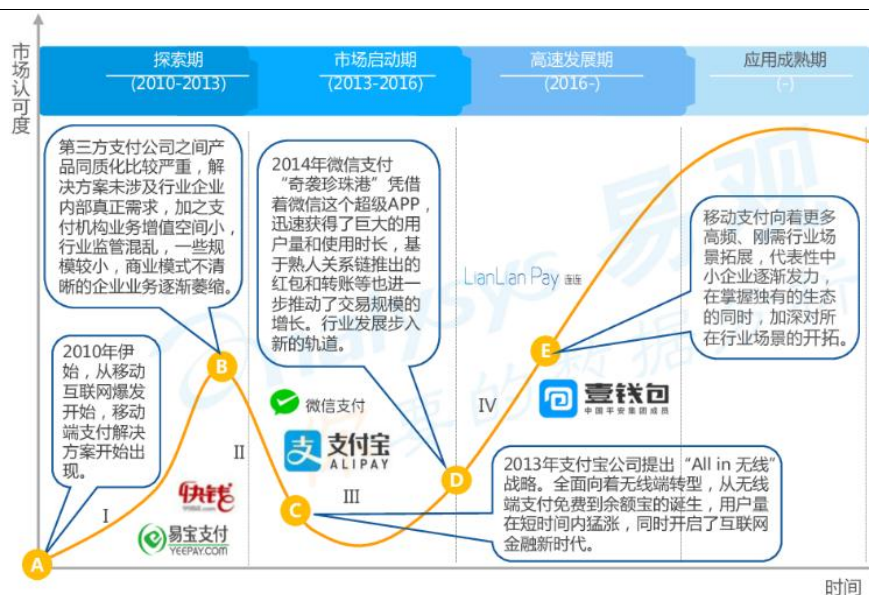
资料来源: 艾瑞咨询

图 26: 2011-2019 中国移动支付与互联网支付规模占比



资料来源: 艾瑞咨询

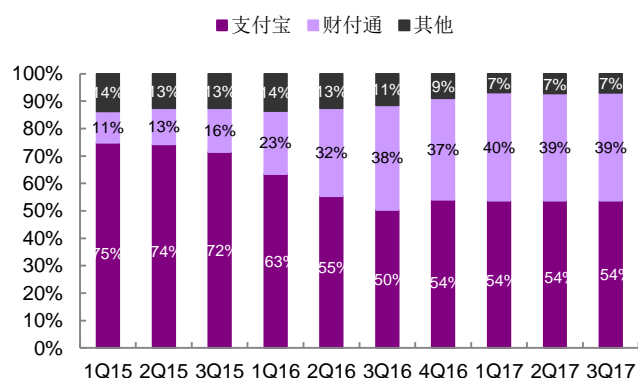
图 27: 第三方移动支付市场 AMC 模型



资料来源: 易观智库

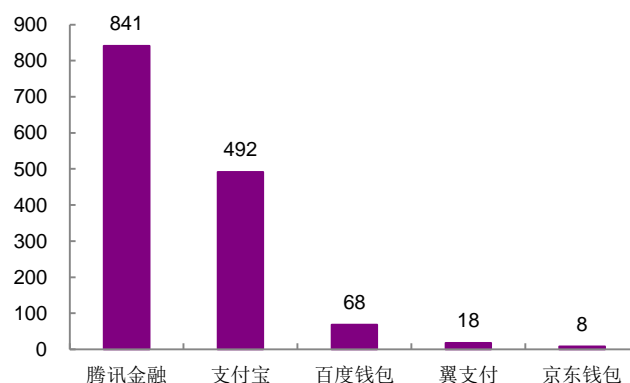
市场格局方面，移动支付行业集中度明显，腾讯阿里双寡头竞争。根据易观智库数据，2017Q3 支付宝市场份额约为 53.7%，财付通约为 39.4%，两者占市场总份额的 93.1%。支付宝和财付通拥有庞大的用户群体和丰富的支付场景，占据了绝对的市场优势，并且仍在不断培养用户粘性、开拓新支付场景以巩固行业地位。凭借微信、QQ 两大超级应用，加之对线上和线下支付场景的不断拓展，财付通近几年迅速崛起，市场份额不断攀升，活跃用户位居首位，与支付宝形成了两强竞争格局。

图 28: 1Q15-3Q17 中国第三方移动支付交易份额



资料来源: 易观智库, 光大证券研究所整理

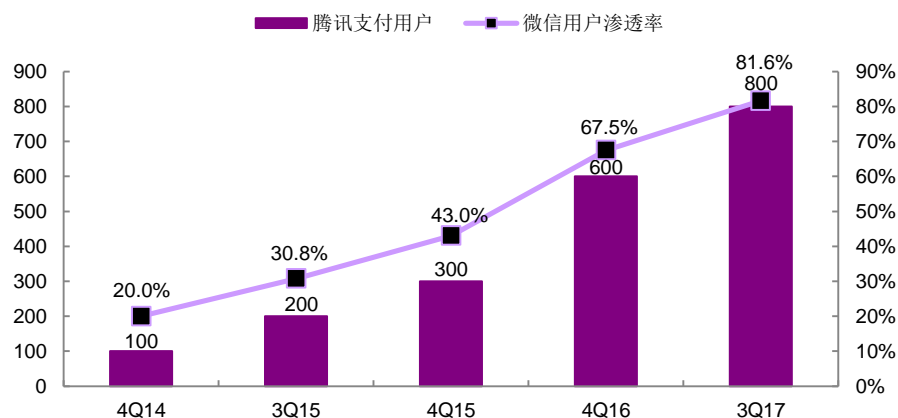
图 29: 1Q17 移动支付活跃人数 (单位: 百万人)



资料来源: 易观智库, 光大证券研究所整理

截至 2017 年 9 月, 腾讯的财付通+微信支付的绑卡用户数达 8 亿, 线下支付月交易次数同比增长 280%, 在微信用户中的渗透率达 81.6%。虽然腾讯推出微信支付比支付宝较晚, 但借助中国最大的社交载体—微信, 迅速侵入阿里的优势领域。2014 年移动支付大战开场, 滴滴打车接入微信支付, 3 天突破 10 万单, 微信支付智慧生活全行业解决方案正式公布。2015 年微信支付开创春晚红包, 10.1 亿次收发创新了春节全民红包互动的新高潮。微信红包让移动支付以社交的方式找到了切入点, 提供了金融支付的新场景。2016 年移动支付场景争夺进入白热化阶段, 微信支付接入线下门店超 30 万家, 提出“无现金生活”理念。红包推出带动了绑卡用户的增长, 投资多家 O2O 公司培养了用户支付习惯, 线下扫码支付覆盖了大量长尾用户。

图 30: 4Q14-3Q17 腾讯支付用户数量及渗透率 (单位: 百万人)



资料来源: 公司公告, 公司新闻, 光大证券研究所整理

微信支付以绑定银行卡的快捷支付为基础, 依托微信超级流量入口和完整的社交关系链, 在用户使用时长、频率和粘性上碾压对手, 微信小程序能够进一步帮助微信支付进行场景拓展。线下推广方面, 微信支付采取服务商机制进行线下推广, 使其短时间内在中小商户上取得重大突破。此外, 微信支付不断优化推出理财、借贷等多种金融增值服务产品, 进一步增加用户的选择。基于腾讯内容生态的场景把控, 包括视频、新闻、社交、游戏等多方面的腾讯自由场景以及京东、美团、58 同城等多个投资合作企业, 微信支付补足了线上线下商业交易中的闭环需求。

6、盈利预测&投资建议

我们此前采用分部估值法（SOTP，将公司业务分为网络游戏、社交网络、网络广告、及其他收入。但由于近年来公司发展模式更加开放，除了自身开展的新业务外，积极布局各个互联网细分领域，直投或参投各类具有潜力的互联网企业，并辅以一定的渠道流量协助，实现双赢。

在我们此前的报告中，考虑到腾讯持有的股权投资对于整体股价的影响不大，所以没有将投资的非控股企业价值计入公司的估值当中。随着时间的验证，我们认为投资初创互联网公司并利用流量优势获取投资收益的盈利模式，已经成为企业价值中不可分割的一部分，因此我们将股权投资的价值纳入SOTP。根据我们的不完全统计，我们筛选了腾讯持股的上市公司和非上市公司中知名度高，估值普遍得到市场认可的企业，并给予20%的折价，计算出腾讯所持有的上市公司、非上市公司股权合计价值2,195亿元人民币。

表5：腾讯股权投资梳理（不完全统计）

公司名称	业务领域	市值/估值(十亿元 RMB)	腾讯持股比例	腾讯持股市值	每股市值（港元）
上市公司-以权益法计量的股权投资					
京东	商业	396.92	18%	71.45	9.34
58 同城	广告	79.17	26%	20.58	2.69
Netmarble	游戏	74.76	18%	13.46	1.76
SEA	游戏/商业	22.17	35%	7.76	1.01
搜狗	搜索/广告	23.10	39%	9.01	1.18
众安在线	金融科技	76.61	12%	9.19	1.20
易鑫资本	汽车金融	27.24	24%	6.54	0.85
上市公司-可供出售金融资产					
动视暴雪	游戏	342.44	5%	17.12	2.24
金山软件	游戏	32.86	8%	2.63	0.34
猎豹移动	手机	11.63	17%	1.98	0.26
Snap	社交	124.17	12%	14.90	1.95
特斯拉	汽车/共享经济	331.78	5%	16.59	2.17
四维图新	汽车/共享经济	30.01	10%	3.00	0.39
华谊兄弟	传媒	27.69	8%	2.22	0.29
非上市公司					
美团	O2O	189.60	20%	37.92	4.96
滴滴	汽车/共享经济	364.03	11%	40.04	5.23
总计				274.38	28.89

资料来源：wind，光大证券研究所整理（市值日期截至2018年3月21日）

注：人民币兑美元汇率按照2018年3月21日1:6.32计算；

人民币兑韩元汇率按照2018年3月21日1:0.0059计算；

人民币兑港元汇率按照2018年3月21日1:1.2414计算。

SOTP 具体估值如下：

网络游戏：我们给予网络游戏 **25x 2018E NOPAT**，对应 **10,287 亿元人民币**。一般港股 1-2 款游戏维持利润的游戏公司，由于收入利润不稳定，市场给予较高的估值折扣，PE 在 8x-12x 之间。而像 EA 和动视暴雪这类经的时间检验的游戏公司，市场认为收入利润确定性较高，给予一定的估值溢价，估值在 25x-30x 之间。考虑到腾讯是中国最大的游戏平台，无论是研发能力还是游戏推广能力，都拥有主导地位，能持续提供稳定的收入及利润，故给予公司网络游戏业务 25 x 2018E NOPAT。

表 6：游戏行业可比公司 PE 比较

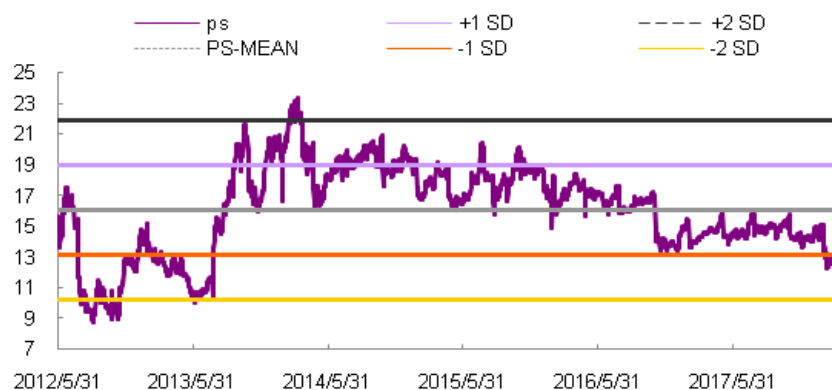
公司名称	股票代码	市值	净利润增速			PE	
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E
港股游戏公司		(亿港元)					
腾讯控股	700 HK	41,740.3	33.1%	29.6%	30.9%	37	29
IGG	799 HK	147.0	41.2%	12.1%	0.6%	9	8
网龙	777 HK	113.6	308.5%	52.3%		47	31
博雅互动	434 HK	23.0	10.7%	14.0%		6	6
联众国际	6899 HK	22.6	-421.1%	26.1%		14	11
平均						23	17
美股游戏公司		(亿美元)					
动视暴雪	ATVI US	543.3	642.2%	16.7%	6.1%	27	23
网易	NTES US	416.2	33.5%	18.9%	17.4%	20	17
电子艺界	EA US	386.5	37.7%	16.8%	12.4%	29	25
平均						25	21

资料来源：彭博一致预期（2018-03-22），光大证券研究所整理，腾讯为光大证券研究所预测

社交网络：我们给予社交网络 **30x 2018E NOPAT**，对应 **7,439 亿元人民币**。

基于公司泛娱乐战略的顺利拓展，公司虚拟道具及订阅费仍处于快速增长阶段，预计 2017-2020E 社交网络收入 CAGR 约 26%。考虑到公司基于流量及渠道优势，未来可能带来更多的社交娱乐变现途径，且此类业务市场无明显可对标企业，我们给予 30 x 2018E NOPAT。

网络广告：我们给予网络广告 **18x 2018E PS**，对应 **10,711 亿元人民币**。公司网络广告 ARPU 值有较大提升空间，预计 2017-2020E 网络广告收入 CAGR 约 45%，参考 Facebook 历史 PS 估值，我们给予 18x 2018E PS。

图 31：Facebook 历史 PS-Band

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

其他收入：我们给予其他收入（支付及云计算业务）7,200 亿人民币的估值，对应 2018 年 10x PS。公司的其他收入主要来自于在线支付和云计算业务，2017 年同比增长 153%，目前公司业务处于拓展期。对标蚂蚁金服 Pre-IPO 1000 亿美元的估值，并考虑公司云计算业务的未来前景，给予公司 7200 亿人民币的估值，对应 2018 年 10x PS。

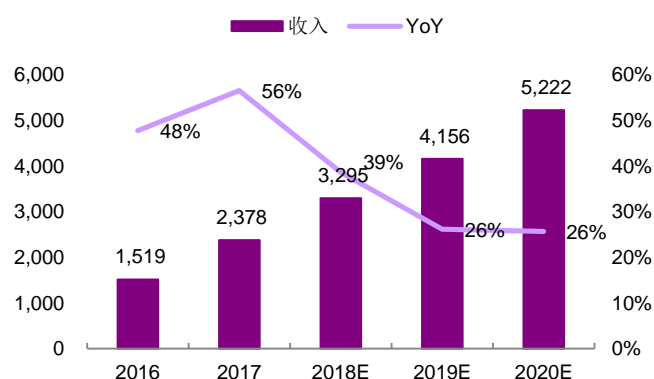
表 7：腾讯 SOTP 估值

	2018E						每股价值 (港元)
	收入 (亿元 RMB)	经营利润 (亿元 RMB)	NOPAT (亿元 RMB)	相对估值指标	系数	估值 (亿元 RMB)	
网络游戏	1,236.7	495.8	411.5	NOPAT	25 x	10,287	134
社交网络	745.3	298.8	248.0	NOPAT	30 x	7,439	97
网络广告	595.0	117.8	97.8	PS	18 x	10,711	140
其他	718.2	29.4	24.4	PS	10 x	7,200	94
核心业务						35,637	465
上市公司-股权投资						1,571	21
非上市公司-股权投资						624	8
合计						37,832	494

资料来源：光大证券研究所预测。注：上市公司-股权投资=市值×腾讯持股比例×0.8；非上市公司-股权投资=最近一轮融资估值×腾讯持股比例×0.8；市值截止 2018-03-21

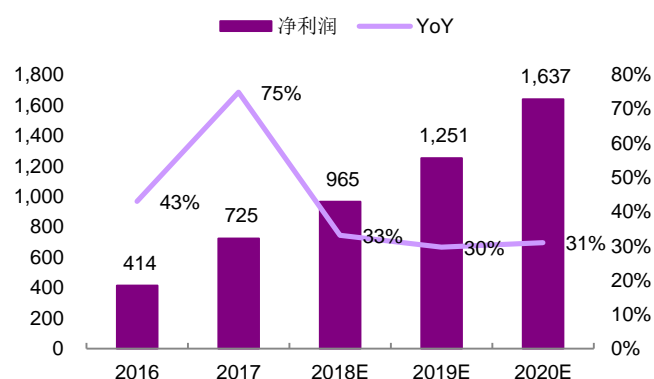
基于公司 4Q17 的表现，我们略微下调公司 18/19/20 年收入至 3,295、4,156、5,222 亿元人民币，同比分别增长 39%、26%、26%；略微上调公司净利润分别至 965、1,251、1,637 亿元人民币，同比分别增长 33%、30%、31%；EPS 分别为 12.61、16.34、21.40 港元。考虑到公司投资初创互联网公司并利用流量优势获取投资收益的盈利模式，已经成为企业价值中不可分割的一部分，将公司投资的部分市值较为公允的非控股企业价值纳入我们此前的分部估值中，上调目标价至 494 港元，对应 18 年 39x PE，维持“买入”评级。

图 32：2015-2019E 收入及增速（单位：亿元人民币）



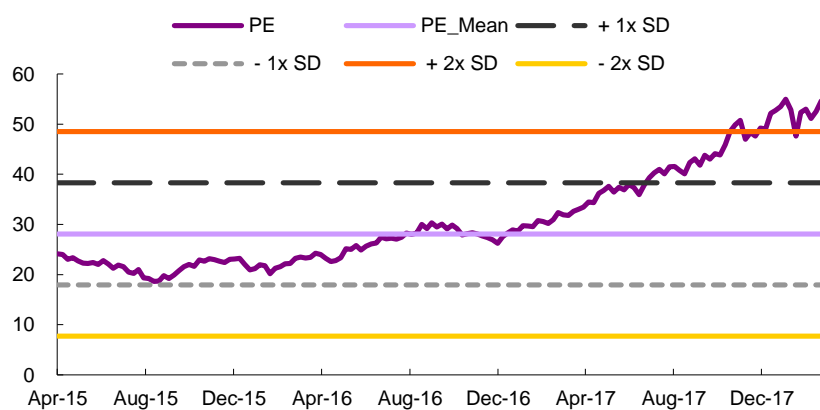
资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 33：2015-2019E 净利及增速（单位：亿元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 34：公司历史 PE Band



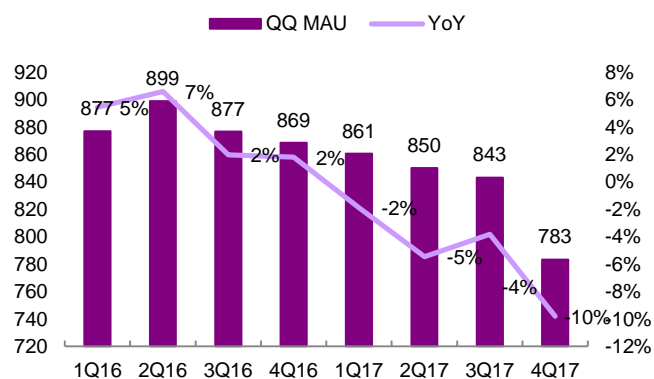
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

7、风险提示

- 1、对游戏及互联网社交的行业监管政策收紧，可能将会对公司游戏业务造成一定不利影响。
- 2、若网络广告业务变现不达预期，可能会对公司业绩及估值造成不利影响。

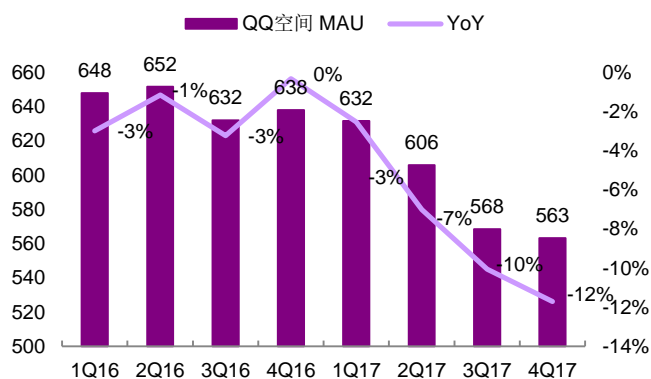
8、附录：核心平台数据

图 35：1Q16-3Q17 QQ MAU 及增速（单位：百万人）



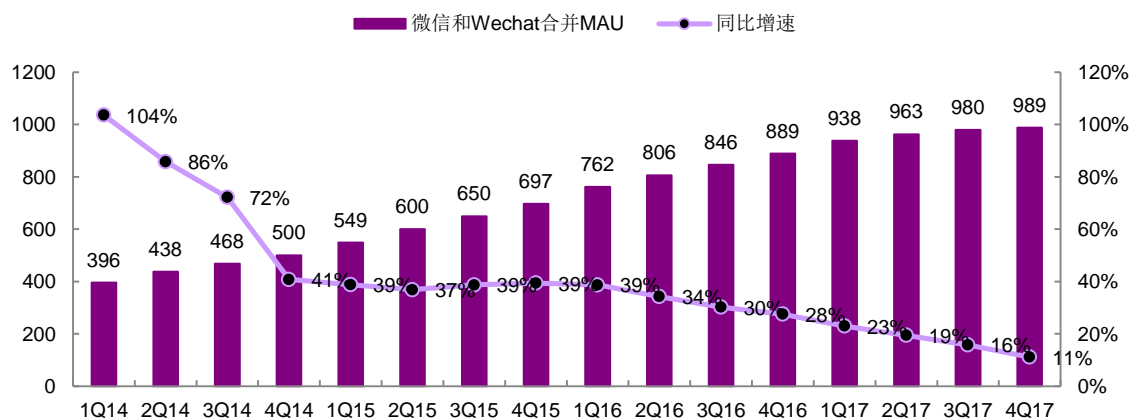
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 36：1Q16-3Q17 QQ 空间 MAU（单位：百万人）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 37：1Q14-3Q17 微信和 Wechat 合并后 MAU 及增速（单位：百万人）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

利润表 (亿元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,519	2,378	3,295	4,156	5,222
营业成本	-674	-1,208	-1,664	-2,017	-2,402
利息收入	26	39	56	71	89
其他收益净额	36	201	165	166	157
销售及市场推广开支	-121	-177	-244	-308	-387
一般及行政开支	-225	-331	-445	-561	-705
经营利润	561	903	1,162	1,507	1,973
财务成本净额	-20	-29	0	0	0
分占联营公司及合营公司亏损	-25	8	0	0	0
除税前盈利	516	882	1,162	1,507	1,973
所得税开支	-102	-157	-198	-256	-335
期内盈利	414	725	965	1,251	1,637

资产负债表 (亿元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	3,959	5,547	6,548	8,270	10,397
现金、现金等同及短期投资	1,239	1,429	1,628	2,444	3,409
应收账款与票据	102	165	229	289	363
库存	3	3	4	5	6
其他短期资产	149	187	259	327	411
总计流动资产	1,492	1,784	2,121	3,065	4,189
财产、厂房及设备, 净值	237	319	378	447	525
长期投资	918	1,385	1,844	2,391	3,130
其他长期资产	1,312	2,058	2,205	2,367	2,552
总负债	2,097	2,776	3,463	4,096	4,814
应付与应计账款	543	892	1,222	1,484	1,752
短期债务	157	204	272	353	462
其他短期负债	312	421	584	737	925
总计流动负债	1,012	1,517	2,078	2,573	3,139
长期债务	938	1,115	1,226	1,349	1,483
其他长期负债	147	144	158	174	191
总股东权益	1,862	2,771	3,086	4,174	5,582
股本与资本公积	173	222	122	122	122
留存收益	1,385	2,027	2,876	3,964	5,372
其他股东权益	188	312	68	68	68
少数/非控制性权益	116	210	21	21	21

现金流量表 (亿元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	680	1,168	1,462	1,705	2,155
净利润	411	715	965	1,251	1,637
折旧、摊销	127	97	142	168	219
非现金营运资本变动	110	356	356	286	298
非现金项目	32	0	0	0	0
投资活动产生现金流	-734	-1,378	-822	-945	-1,222
固定及无形资产变动	-187	-202	-280	-312	-392
长期投资净变动	-317	-467	-459	-547	-739
收购与剥离净现金	-93	-709	-83	-87	-91
其他	-137	0	0	0	0
融资活动现金流	314	141	78	57	32
已付股利	-37	-80	-116	-163	-229
债务(偿付)所得现金	375	224	179	203	244
股权(回购)现金	-17	0	0	0	0
其他融资活动	-6	-3	14	16	17
净现金流	260	-68	718	816	965

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	47.7%	56.5%	38.6%	26.1%	25.6%
净利润增长率	42.7%	76.3%	33.1%	29.6%	30.9%
EBITDA 增长率	34.7%	58.7%	29.9%	28.6%	31.1%
EBIT 增长率	47.5%	61.4%	28.1%	29.8%	31.2%
估值指标					
PE	81	47	35	27	21
PB	18	12	11	8	6
EV/EBITDA	56	35	27	21	16
EV/EBIT	63	39	31	24	18
盈利能力 (%)					
毛利率	55.6%	49.2%	49.5%	51.5%	54.0%
EBITDA 率	39.9%	40.4%	37.9%	38.6%	40.3%
EBIT 率	35.2%	36.3%	33.6%	34.6%	36.1%
税前净利润率	34.0%	37.1%	35.3%	36.3%	37.8%
税后净利润率 (归属母公司)	27.0%	30.5%	29.3%	30.1%	31.4%
ROA	10.4%	13.1%	14.7%	15.1%	15.8%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.1%	26.2%	31.3%	30.0%	29.3%
偿债能力					
流动比率	1.5	1.2	1.0	1.2	1.3
速动比率	1.32	1.05	0.89	1.06	1.20
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS(人民币元)	4.38	7.60	10.16	13.17	17.24
EPS(港元)	5.44	9.43	12.61	16.34	21.40
每股红利(人民币元)	0.39	0.85	1.22	1.71	2.41

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
北京	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
深圳	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
金融同业与战略客户	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
私募业务部	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com