

消费升级与娱乐研究中心

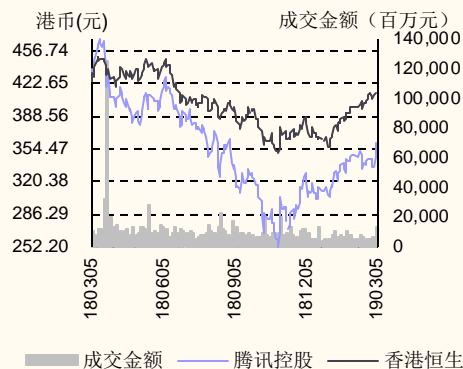
腾讯控股(00700.HK) 中性 (下调评级)

港股公司深度研究

市价(港币): 361.40 元
 目标(港币): 365.00 元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 9,520.38
 总市值(百万元) 3,301,667.05
 年内股价最高最低(元) 468.60/252.20
 香港恒生指数 29014.58



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
 绝对 12.59 11.27 -14.96
 相对香港恒生 4.60 4.96 -11.87

相关报告

- 1.《三季度业绩强于预期,游戏业务能见度仍不足-腾讯2018年三季报...》, 2018.11.14
- 2.《2018年三季度及下半年前瞻:游戏业务仍在减速,广告业务...》, 2018.11.12
- 3.《长期战略地位稳固,短期业绩能见度欠佳,投资者应如何抉择?...》, 2018.9.20
- 4.《二季度不是“黑暗时刻”微信的长期流量壁垒并未出现松动...》, 2018.7.19

裴培

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

长期战略地位稳固,但是市场预期和估值偏高

公司基本情况

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	237,760	307,413	380,681	463,339
同比增长	56.5%	29.3%	23.8%	21.7%
归属母公司净利润(百万)	71,510	76,275	86,141	104,471
扣非净利润(百万)	65,126	72,585	83,884	103,812
同比增长	43.4%	11.5%	15.6%	23.8%
扣非每股收益	6.92	7.62	8.81	10.90
扣非 P/E	44.58	40.47	35.02	28.29

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

投资逻辑

- **别误会,我们毫不担心腾讯的战略地位:** 我们不赞成“腾讯的流量基础受到了短视频冲击”的说法,而且短视频增长最快的时期已经过去。我们通过监测数据和问卷调查得知,QQ、QQ音乐深受95后消费者欢迎,下一代用户仍然是腾讯的基本盘。除了游戏业务,腾讯在视频、音乐、电竞、动漫、文学等娱乐内容领域的布局非常完善,足以支撑下一个十年的增长。
- **2019年,腾讯主营业务面临着压力:** 虽然《王者荣耀》的收入居高不下,但是缺乏手游爆款新品,仍然给腾讯游戏业务蒙上了阴影,《刺激战场》在短期内也难以获得版号;广告业务虽然可以扩大供给,但是经济放缓将不可避免地影响广告主需求,影响广告价格和负载率;支付业务维持着收入高增长,但是备付金上缴将对利润率产生显著压制。
- **关键问题不仅在于监管,也在于经济:** 腾讯面临的问题有一部分来自监管,例如游戏版号控制、互联网金融监管趋严;还有一部分来自宏观经济。我国的“流量红利”已经用完,经济处于“调结构”时期,广告主和企业用户都非常谨慎。虽然有人认为个人用户将出于“口红效应”而增加互联网娱乐开支,但是我们此前的研究证明“口红效应”并不存在。

投资建议

- **我们认为目前对腾讯的市场预期偏高。** 我们对腾讯2018/2019/2020年营业收入的预期比彭博一致预期低1.5%/5.1%/8.6%,对同期Non-GAAP净利润的预期比彭博一致预期低5.4%/9.0%/11.6%。市场可能忽略了手游产品线青黄不接、广告主需求不振、销售费用上升等因素对腾讯业绩的影响。
- **调整EPS及目标价,调降评级至“中性”。** 我们将腾讯2018/2019/2020年的Non-GAAP EPS预期下调至7.62/8.81/10.90元(此前为8.40、10.68、13.16元);基于DCF模型,我们将目标价下调至365港元,调降评级至“中性”。在长期,腾讯仍然是投资者布局中国互联网行业的最佳选择之一,但是目前市场预期偏高、估值处于高位,我们建议保持谨慎。

风险因素: 监管风险,新业务风险,技术替代风险,战略投资风险,估值偏高。

内容目录

不要误会：我们毫不担心腾讯的长期战略地位	4
短视频冲击了腾讯的流量基础？也不是完全没有道理	4
重要的问题是下一代用户：95 后还会是腾讯的基本盘吗？	5
互联网娱乐内容这碗饭，腾讯可以吃很多很多年	6
2019 年，主营业务有哪些实质性亮点？不是很多	9
游戏：《王者荣耀》逆势上攻，但是新游戏产品线很弱	9
广告：需求不振、单价下滑，提高供给真的有用吗？	11
增值服务：长视频是唯一能“挑大梁”的，但是不宜期望过高	13
其他业务：移动支付高歌猛进，可惜利润率大受影响	14
除了营业收入，投资者还应关注哪些方面？	16
联营公司范围不断扩大，下一步是并表范围扩大吗？	16
控制薪酬就是控制费用，但是有些费用无法控制	17
财务预测与估值	19
我们认为市场对腾讯的一致预期偏高	19
估值与目标价调整	21
风险因素	21
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1：短视频 App 的“流量冲击”被高估了吗？	4
图表 2：短视频 App 到底“抢走”了多少用户时长？	5
图表 3：腾讯旗下 App 与竞争对手 App 的“95 后指数”对比	6
图表 4：95 后常用“黑话”中与 QQ 和微信有关的部分	6
图表 5：主流游戏直播平台的移动 MAU（百万）	7
图表 6：主流音乐娱乐平台的移动 MAU（百万）	8
图表 7：《王者荣耀》2019 年 1 月推出的“战令”系统	9
图表 8：《王者荣耀》与《刺激战场》MAU 对比（百万）	10
图表 9：2019 年腾讯主力手游产品线	11
图表 10：2017 年三季度以来移动流量价格的同比变化趋势	12
图表 11：全网社交与通讯流量价格同比变化趋势	12
图表 12：全网资讯平台流量价格同比变化趋势	12
图表 13：腾讯还有哪些广告位可以开启？	13
图表 14：视频网站 移动端 DAU 变化趋势	13
图表 15：主要视频网站付费用户数（万）	14
图表 16：主要视频网站付费渗透率	14
图表 17：2018 年支付宝与财付通交易笔数（亿）	14
图表 18：微信与支付宝 MAU 对比（百万）	14

图表 19: 移动支付的行业渗透顺序.....	15
图表 20: 2018 年前三季度腾讯新增或增持的联营公司.....	16
图表 21: 腾讯入股的移动互联网“独角兽”们.....	17
图表 22: 腾讯员工人数和增长速度.....	17
图表 23: 腾讯员工薪酬占营业收入的比例.....	18
图表 24: 难以削减的开支: 推广费用和研发费用.....	18
图表 25: 彭博一致预期对腾讯似乎过于乐观.....	19
图表 26: 腾讯核心财务数据预测.....	20
图表 27: 腾讯控股 DCF 模型假设及结论.....	21

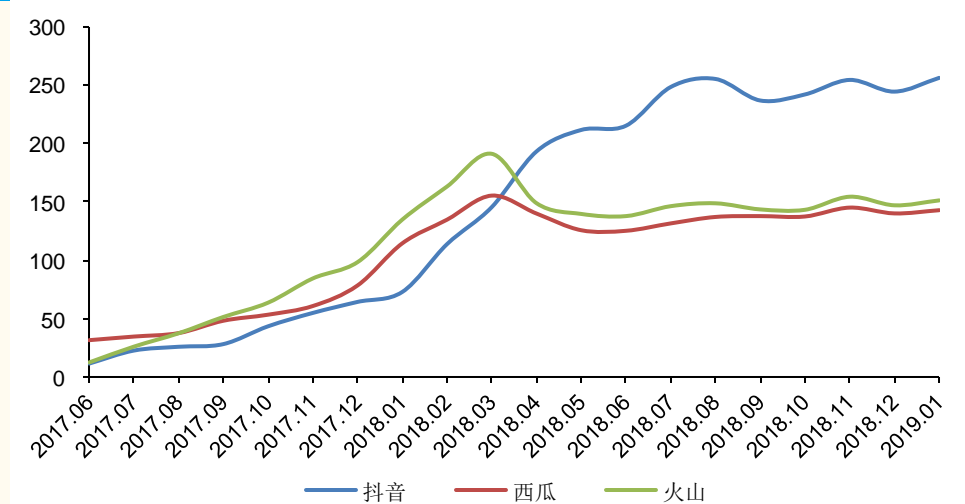
不要误会：我们毫不担心腾讯的长期战略地位

- 与市场普遍存在的担心相反，我们认为腾讯的长期战略地位非常稳固。在十年之后，它应该仍然是中国最大的互联网公司之一（而它的竞争对手不一定能熬到那时）。我们担心的是腾讯的短期业绩，尤其是 2019 年。在讨论各项业务的收入和利润趋势之前，让我们先看看腾讯为未来做了哪些准备——投资者往往忽略或低估了这些准备。

短视频冲击了腾讯的流量基础？也不是完全没有道理

- 自从 2017 年下半年抖音崛起以来，许多投资者担心：短视频可能是移动互联网最后的杀手级应用，它将对腾讯的“流量壁垒”构成冲击。市面上流行的短视频 App 不仅有抖音，还有同属“头条系”的西瓜、火山，以及腾讯战略投资的快手。至于腾讯自己开发的微视、Yoo 视频，以及微信自带的“时刻视频”功能，并未吸引足够的用户兴趣。
- 问题在于：短视频 App 对腾讯乃至整个移动市场的“流量冲击”有多大？这个过程还在持续吗？国金证券研究创新中心的独家监测数据显示，截止 2019 年 1 月，抖音的 MAU 仍在增长，但是环比增速已经大幅放缓；西瓜、火山的 MAU 早在 2018 年 2-3 月就已见顶。“头条系”三款短视频 App 的 MAU 之和，过去半年内稳定在 4-4.5 亿之间；这个数字不算特别大——略微超过新浪微博的 MAU，低于三大长视频 App 的 MAU。更重要的是，整个短视频行业用户增速最快的时期，已经结束了。

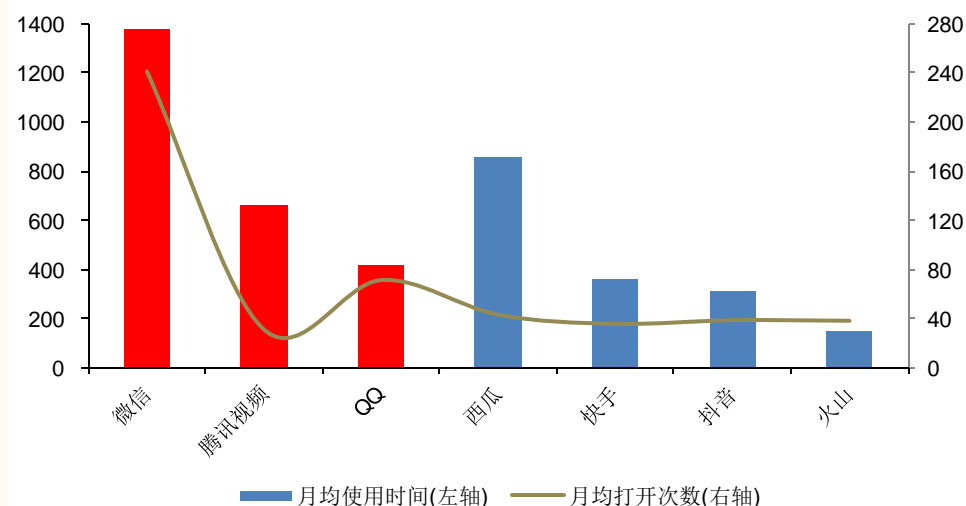
图表 1：短视频 App 的“流量冲击”被高估了吗？



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 有一种观点认为，短视频 App 占据了大量的用户时长，对微信、QQ 构成了严重冲击。我们的数据不支持以上观点：2019 年 1 月，微信月活用户的月均使用时长为 1380 分钟，是抖音的 4.4 倍；月均打开次数为 241 次，是抖音的 6.2 倍。在过去 12 个月内，微信、QQ 的月均使用时长基本保持稳定。抖音的月均使用时长，在大部分时间都低于腾讯视频等长视频 App。有趣的是，在“头条系”短视频 App 中，月均使用时长最高的是西瓜，因为它具备发达的长视频和游戏直播功能；可惜，西瓜视频的用户基数较小。当然，抖音在短短两年之内迅速上升为现象级 App，对“腾讯系”肯定产生了影响；然而，这种影响并没有很多人想象的那么大。

图表 2：短视频 App 到底“抢走”了多少用户时长？



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 总而言之，“短视频是否冲击了腾讯的流量基础”这个问题，其实可以拆分为三个问题，我们都此都可以做出明确的回答：
 - **问题 1：腾讯是否错误判断了短视频的机遇？** 是。2017 年 3 月，腾讯投资快手之后，认为短视频行业大局已定，基本放弃了自家的微视。在抖音崛起之后，腾讯没有及时利用微信对微视、快手导流，坐视对方抢占一二线城市及白领市场。直到 2018 年 9 月以后，腾讯才在短视频市场投入足够资源，用微信向微视导流、推出 Yoo 视频、在微信中加入时刻视频等，可惜已经为时过晚。
 - **问题 2：错过短视频对腾讯是致命的问题吗？** 不是。短视频是一个重要赛道，但是我们估计它在巅峰期也仅能占据全部用户时长的 5-10%。在错过短视频的同时，腾讯在长视频、音乐、直播、动漫等赛道上都取得了巨大进展；而且，它投资的快手仍然是最大的短视频应用之一。腾讯不可能赢得所有战役，有所得必有所失。
 - **问题 3：短视频的崛起对长视频、游戏构成了冲击吗？** 至少在 2018 年，这种冲击不明显。腾讯视频、爱奇艺的 MAU 和付费用户均创历史新高，月均使用时长未见下降。游戏行业的问题主要是版号停发、“吃鸡”无法变现，以及端游 IP 移植手游的枯竭。从我们的监测数据和行业调研看，短视频并未对腾讯的核心业务构成根本性的冲击。
- 抖音等短视频 App 崛起，对腾讯的收入最直接的冲击是：它们分流了广告主的预算，可能对腾讯广告业务（尤其是社交广告）构成影响。但是，我们认为受影响最大的是百度、微博，其次才是腾讯。此外，外界可能高估了抖音在 2018-2019 年的广告收入水平，尽管它在长期不失为有吸引力的广告平台。我们将在后续章节详细讨论腾讯的广告业务。

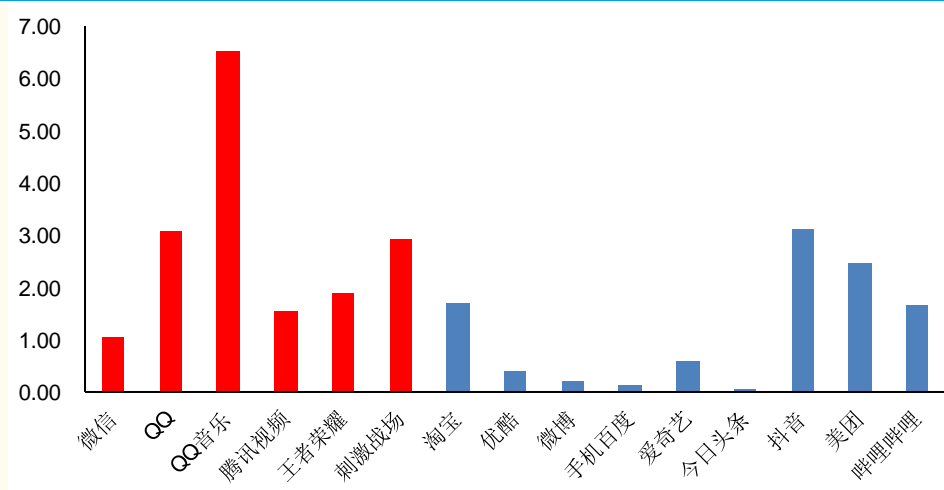
重要的问题是下一代用户：95 后还会是腾讯的基本盘吗？

- 对于腾讯这种重量级的互联网巨头来说，重要的问题不是抓住某一个细分赛道——在历史上，它曾经错过了电商、微博、搜索引擎等多个重要赛道，但还是维持了全局优势。重要的问题是跟上时代发展、理解并满足下一代消费者的需求。现在，95 后群体普遍已经进入大学甚至踏入社会；00 后群体已经或即将成年；谁也不能阻挡他们成为新一代主力消费者。所有互联网巨头都在争夺他们，那么，腾讯做好准备了吗？
- 2018 年 12 月，国金证券研究创新中心利用自有监测数据，结合大范围问卷调查，对 95 后-05 后用户的互联网使用习惯进行了深入研究。我们发明了“95 后指数”：以 95 后用户的日均使用时长，除以全部用户的日均使用

时长，得到的比值。这个指数往往大于 1，因为 95 后一般会把更多时间花在互联网上；指数越大，说明该 App 越受 95 后用户欢迎。

- 我们的数据显示：虽然微信的“95 后指数”较低，但是 QQ、QQ 音乐、腾讯视频的“95 后指数”都很高，在同类应用中处于领先水平，更不用说游戏 App 了。总体看来，“腾讯系”比“百度系”“阿里系”“头条系”都更受 95 后欢迎。抖音当然也很吸引年轻用户，但是其“95 后指数”没有明显超过 QQ；就连哔哩哔哩的“95 后指数”也没有超过 QQ。

图表 3：腾讯旗下 App 与竞争对手 App 的“95 后指数”对比



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 在 95 后的网络惯用缩略语（“黑话”）当中，QQ 占据着非常重要的地位：QQ 消息的提示音被用来打招呼，交朋友的第一步被称为“处 Q 友”，点赞 QQ 空间被称为“暖说说”，转发 QQ 空间则是“k 说说”；微信反而居于不太重要的地位。我们发现：95 后的网络缩略语里很少出现 QQ 之外的 App，更不要说“腾讯系”之外的 App 了；虽然抖音、贴吧等也在 95 后的生活中占据重要地位，但是对他们的文化影响力远不及 QQ。
- 有趣的是，市场似乎没有意识到腾讯在 95 后群体中的“流量壁垒”和“文化壁垒”。在微信崛起之后，QQ 在产品设计上主动“低龄化”，现在已经成为了以年轻人为主要目标用户、主打酷炫功能和趣味社交的 App。投资者很少使用 QQ、QQ 空间、兴趣部落等，无法形成直观印象。我们的草根调研显示，QQ 对 95 后用户的游戏导流效果也明显强于微信，构成了腾讯游戏的“半壁江山”。只要 QQ 存在，下一代用户就仍然属于腾讯

图表 4：95 后常用“黑话”中与 QQ 和微信有关的部分

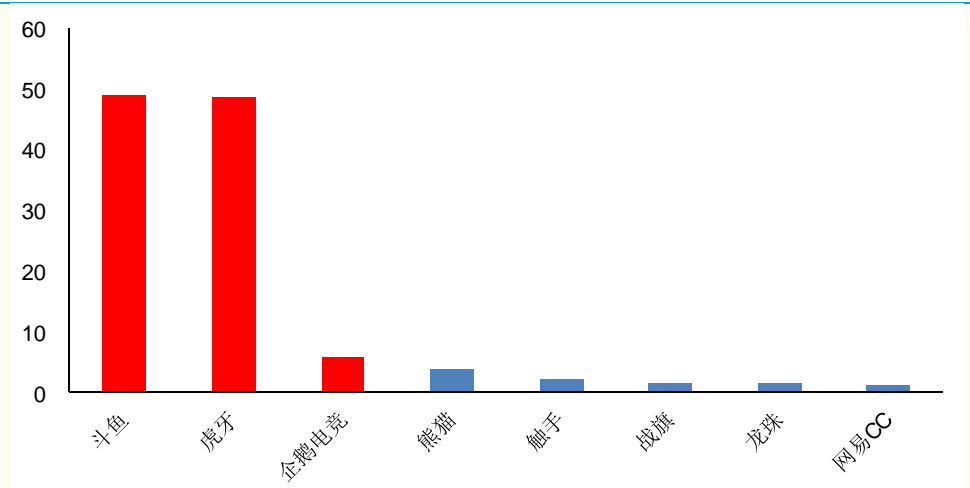
缩写	全称	含义
dd	滴滴，顶顶	①滴滴，“在吗”，模拟 QQ 提示音。②顶顶，大家帮忙把帖子顶起来。
kk	扩扩	大家帮忙一起扩散
mz	秒赞	首发就立刻点赞
pyq	朋友圈	朋友圈
cqy	处 Q 友	相互添加为 QQ 好友
cppy	处朋友	相互发展为朋友关系
cdx	处对象	相互发展为情侣关系
nss	暖说说	帮忙点赞、评论、转发 QQ 空间里的说说
kss	k 说说	帮忙转发 QQ 空间里的说说

来源：国金证券研究所整理

互联网娱乐内容这碗饭，腾讯可以吃很多很多年

- 2018 年，“产业互联网”或“B 端互联网”成为了热门名词，腾讯、阿里均进行了内部改组，以强化 B 端业务。在云计算领域，腾讯的市场份额远远落后于阿里；在行业软件和解决方案上，腾讯谈不上什么优势。归根结底，腾讯的基因属于“消费互联网”，企业用户资源是其短板。现在，它清楚地认识到了这一短板，但是能否补上短板呢？
- 让我们换几个问题：如果腾讯一直未能成为“产业互联网”的领导者，在这个领域长期屈居二流，它就会受到致命打击吗？在 B 端业务上输给阿里、百度和新兴巨头，是否意味着腾讯会满盘皆输？腾讯在娱乐内容、小程序、金融等领域的庞大布局，是否都会变得毫无意义？
- 如果你对以上问题都做出了肯定的回答，那么，我们还想问一个问题：中国今后是不是只能有一种互联网公司？或者说，互联网公司是不是只能有一种发展轨迹、一种战略，那就是产业互联网？说好的百花齐放、百家争鸣呢？要知道，在美国，既有 Amazon、Microsoft、Google 这样拥有强大 B 端业务的科技公司，也有 Apple、Facebook、Netflix 这样聚焦于 C 端的巨头；在中国，为什么腾讯就一定要变成阿里、百度的样子呢？
- 腾讯有可能在产业互联网领域取得胜利。就算不能，它在消费端仍然有巨大的空间，尤其是娱乐内容。迄今，腾讯涉足几乎所有互联网娱乐内容领域，但是只有游戏成为了强劲的增长引擎。未来几年，长视频也会成为新的增长引擎。然后呢？我们预计，下一个成熟的内容领域，要么是电竞（包括但不限于直播），要么是音乐（包括基于音乐的社交）。
- 截止 2018 年，腾讯已经全面、彻底地控制了中国电竞市场。在游戏产品端，腾讯手握几乎所有热门电竞游戏的运营权；在赛事端，腾讯旗下的 LPL、KPL 赛事的关注度不逊于许多传统体育项目；在直播端，腾讯投资了斗鱼、虎牙，自家旗下还有企鹅电竞。毫不夸张地说，整条电竞产业链都被牢牢掌握在腾讯手中。在亚运会、英雄联盟中国代表队连续夺金之后，电竞的关注度继续攀升。电竞将是腾讯的下一个金矿。

图表 5：主流游戏直播平台的移动 MAU（百万）



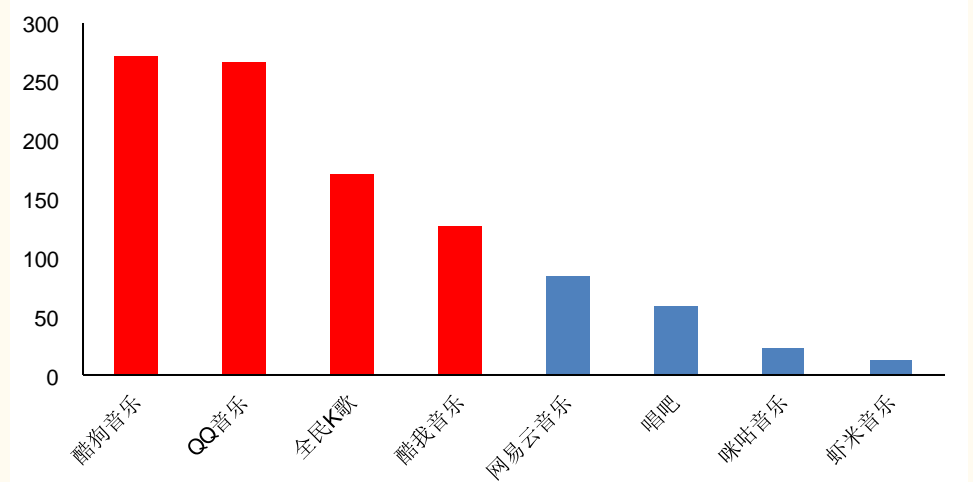
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 目前，电竞赛事和直播平台的盈利能力仍然很差，电竞还停留在“为游戏产品造势输血”的阶段。然而，电竞产业的巨大用户基础，决定了它总有一天能实现持续、稳定的盈利，就像网络文学和音乐产业已经做到的一样。腾讯要做的，无非是建立良好的规则、掌握绝对的话语权、在产业链的关键节点进行投资并购，耐心等待瓜熟蒂落。2019 年 2 月，腾讯通过知识产权诉讼阻止西瓜视频直播《王者荣耀》，这对全体竞争对手敲响了警钟：掌握强大知识产权资源的腾讯，在这一领域是难以战胜的。
- 早在 2018 年上市之前，腾讯音乐就在移动在线音乐市场建立了不可撼动的优势：全国 MAU 最高的 4 款音乐 App 均隶属于腾讯，只有网易云音乐还能勉强与其分庭抗礼。腾讯对于音乐市场的统治是全方位的：在版权音

乐方面，它掌握了绝大部分版权资源、拥有最多的订阅用户；在音乐直播方面，它通过旗下的酷狗、酷我、全民 K 歌的直播功能获得了大量收入；在偶像粉丝经济方面，它是毛不易、火箭少女 101 等“腾讯系”偶像的出道之地，而且吸引了鹿晗等一大批偶像发布数字专辑。总而言之，腾讯至少能够从三个方向实现音乐变现：第一是版权音乐用户的订阅；第二是直播观众的打赏；第三是偶像粉丝的追星式购买。

- 投资者将会一直争论下去：腾讯的音乐业务到底应该跟谁对标？是 Apple Music、Spotify 等欧美版权音乐平台，还是 YY、陌陌等秀场直播平台？甚至微博、抖音等内容社交平台？对于腾讯来说，这个问题并不重要，重要的是：音乐是一种重要的娱乐形式，而且它不用“刚性”地占领用户时间，这在流量红利耗尽的时代非常重要。与长视频、短视频行业的群雄逐鹿不同，腾讯通过一系列资本运作，很早就实现了在线音乐市场的统一。这个市场的长期战略价值，很容易被投资者低估。

图表 6：主流音乐娱乐平台的移动 MAU（百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 在互联网巨头之中，“腾讯系”擅长娱乐内容，而且投入了足够资本。相比之下，“阿里系”在娱乐内容领域投资巨大，但是战绩尚不能令人非常满意；“百度系”只拥有长视频平台爱奇艺，而且后者处于独立运营状态；“头条系”的娱乐内容业务主要集中在短视频；“网易系”除了游戏之外的娱乐内容尝试都不甚成功。我们不能武断地低估娱乐内容业务的“技术含量”或“进入门槛”，从而低估腾讯的战略地位。从 PC 时代开始，娱乐和社交就一同构成了腾讯的优势基因，它们将一直被传承下去。

2019 年，主营业务有哪些实质性亮点？不是很多

- 无论腾讯的长期战略地位有多么稳固，投资者都需要看到短期业绩。2018 年二季度以来，腾讯的大部分主营业务都陷入了乏善可陈的低潮期。这背后的原因，一部分在于监管，一部分在于产品周期，但是更多的在于宏观经济。腾讯的规模太大，对于经济周期绝不是免疫的。在中国经济仍然处于“调结构”的情况下，很难指望腾讯在 2019 年交出一份满意的答卷。

游戏：《王者荣耀》逆势上攻，但是新游戏产品线很弱

- 2019 年 1 月，《王者荣耀》引入了“战令”系统，它模仿了《堡垒之夜》成功的 Battle Pass 系统，开启了一个新的“付费深坑”。尤其是对于那些已经审美疲劳、缺乏挑战的老玩家而言，“战令”提供了一个新的刺激点。在春节档，《王者荣耀》进行了大规模活动，旨在全面提升付费率。我们的行业调研显示，该游戏的收入很可能在 2 月创造了历史新高。
- “《王者荣耀》还能火多久”是一个老生常谈的话题。事实上，我们一直对这款游戏的生命周期抱有信心：作为 MOBA 游戏，它的生命周期本来就应该很长（同类的《DOTA2》《英雄联盟》都是著名的常青树）；它的运营团队非常聪明、富有经验，能够做到细水长流；它的 IP 号召力强大，电竞赛事和周边产品均能起到支撑作用；它的玩法、付费模式还存在许多创新空间。只要《王者荣耀》团队愿意，收入创新高不是什么难事。问题在于：对于腾讯游戏业务来说，《王者荣耀》一款游戏就够了吗？

图表 7：《王者荣耀》2019 年 1 月推出的“战令”系统



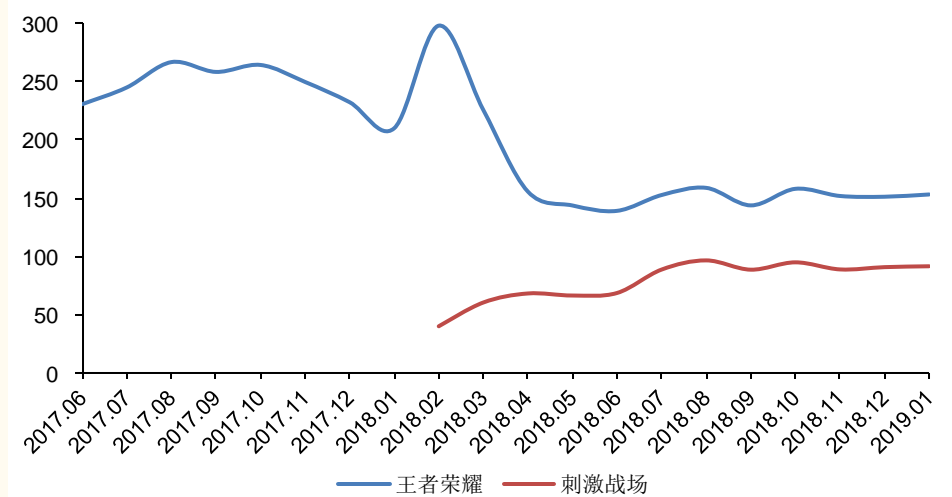
来源：王者荣耀，国金证券研究所

- 答案显然是“不够”。2018 年 1-3 季度，腾讯手游总收入为 588 亿元（包括计入社交网络增值服务的收入），我们估计《王者荣耀》只贡献了其中的 30-35%。按照我们的测算，《王者荣耀》的月均流水可以维持在 20 亿以上，寒暑假月均流水可以突破 30 亿；如果进一步提升，就会损害长期价值。所以，腾讯必须源源不断地推出手游新品，才能拉动收入增长。不幸的是，自 2018 年 4 季度以来，腾讯就处于手游产品低谷期，只有《红警 OL》《火影忍者 OL》《侍魂》等少数新品在畅销榜上取得了佳绩，而且这些新品的生命周期普遍不长。2019 年 1-2 月，腾讯甚至没有推出一个新爆款；3 月预约上线的产品，也只有《完美世界》具备爆款潜力。
- 为什么腾讯的手游产品呈现青黄不接？我们认为有三个原因。首先，2018 年中国手游玩家规模、付费率和 ARPU 都已经比较高，“流量红利时代”结束了，现在玩家普遍比较成熟，对新产品也更加挑剔。其次，版号发放暂停 9 个月，现在仍然处于“消化历史遗留问题”的阶段，一批具备爆款潜力的产品无法上线。再次，《绝地求生：刺激战场》吸走了宝贵的用户资

源，成为腾讯体系内的“流量黑洞”，却又因为拿不到版号而无法变现；《刺激战场》给腾讯乃至整个手游市场制造了巨大的压力。

- 根据我们的监测数据，自 2018 年 7 月以来，《刺激战场》的 MAU 稳定在 9000 万左右，迄今没有明显下降。我们的草根调研显示，《刺激战场》不但分流了《王者荣耀》等电竞游戏的玩家，也分流了 MMORPG、SLG 乃至休闲等游戏的玩家。除非出现下一个超级爆款，或者腾讯主动关闭《刺激战场》，否则这个局面很难改变。我们预计，目前在海外大热的端游 Apex Legends 可能被腾讯引进国内，但是最早也要到下半年，登陆移动端就更晚了。未来几个月的手游新品仍将生存在《刺激战场》的阴影下。在下半年以前，我们看不到《刺激战场》获得版号的希望。

图表 8：《王者荣耀》与《刺激战场》MAU 对比（百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 今年，腾讯等待发行的手游新品不少，MMORPG、SLG、电竞、沙盒等品类都不乏潜在佳作。然而，真正具备“现象级”潜力的大作并不多，我们认为主要有《地下城与勇士》(DNF)《指尖江湖》《权力的游戏》《我的起源》等。其中，DNF 面临版号风险，而且不一定能在年内满足上线条件；《指尖江湖》仍在反复内测之中，其横版 2.5D 玩法存在一定的不确定性；《权力的游戏》将是一款生命周期较长的 SLG，但是很难贡献爆发性的流水；《我的起源》离产品成熟也还有不小的距离。
- 在《完美世界》《指尖江湖》《剑歌行》上线之后，手游市场的“端转手”红利就基本用完了。腾讯在想方设法寻找新的 IP 来源，包括日本动漫、国漫、网络小说、主机游戏等。然而，从 2018 年的经验看，这些 IP 改编手游的效果良莠不齐，生命周期往往不长。在玩法上，也缺乏新的刺激点——直到现在，手游厂商还在想方设法地复制“吃鸡”！端游市场就更不用说了，在《绝地求生》无法上线、《堡垒之夜》不温不火、Apex Legends 尚未引进中国的情况下，这个市场继续萎缩已成定局。

图表 9：2019 年腾讯主力手游产品线

名称	类型	来源	测试状态
完美世界	MMORPG	代理/端游 IP	2019 年 3 月 6 日公测
剑网 3：指尖江湖	MMORPG	代理/端游 IP	2019 年二季度公测
剑网 2：剑歌行	MMORPG	代理/端游 IP	2019 年二季度公测
权力的游戏：凛冬将至	SLG	代理	2019 年二季度公测
猎人	格斗	代理	2018 年 9 月内测
仙境传说 RO：爱如初见	MMORPG	代理/端游 IP	2018 年 10 月内测
龙族幻想	MMORPG	代理	2018 年 12 月内测
使命召唤	FPS	联合自研	2018 年 12 月内测
乐高无限	沙盒	代理	2018 年 12 月内测
妖精的尾巴：魔导少年	MMORPG	自研	2019 年 2 月内测
天涯明月刀	MMORPG	自研	2019 年 3 月内测
地下城与勇士	ACT	联合自研	不明
我的起源	沙盒	代理	不明
雪鹰领主：英雄本色	MMORPG	自研	不明
天堂 2	MMORPG	代理/端游 IP	不明
石器时代	MMORPG	代理/端游 IP	不明
狐妖小红娘	MMORPG	自研	不明
一人之下	格斗	自研	不明
秦时明月	MMORPG	自研	不明

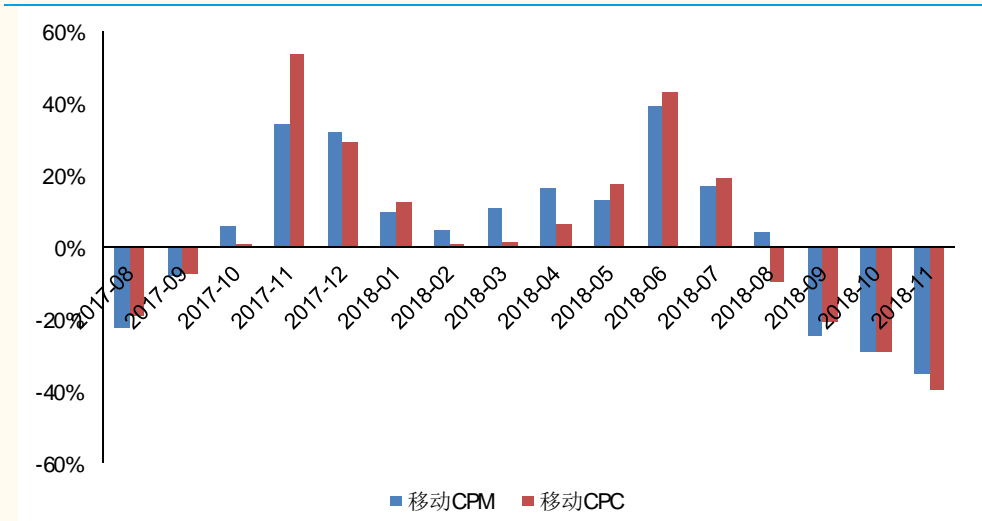
来源：公司官网，国金证券研究所整理

- 腾讯游戏业务的长期希望在于海外，可是这个希望难以在 1-2 年内兑现。2018 年，腾讯在东南亚、北美等多个市场对《王者荣耀海外版》《PUBG Mobile》进行了大规模推广。然而，根据公司披露的数据，前者的最高月流水仅为 3000 万美元，后者仅为 2000 多万美元。腾讯的老对手网易，在海外市场（尤其是日本）推出了多个爆款手游，2018 年 4 季度来自海外的游戏收入占比也提升到了 10% 左右。腾讯的游戏业务体量远大于网易，想通过发展海外市场拉动整体增长，在短期是不现实的。

广告：需求不振、单价下滑，提高供给真的有用吗？

- 市场一直对腾讯的广告业务寄予厚望：它还有许多广告位没有开发出来，历史上的广告销售效率不高，内部数据也没有打通。在 2018 年 10 月成立 AMS（广告业务线）之后，以上问题有望得到解决。然而，广告业务的发展是由供给和需求共同决定的。在经济持续减速、广告主预算吃紧的情况下，仅仅提高广告位的供给，真的有用吗？
- 国金证券研究创新中心的独家监测数据显示，2018 年 8 月以来，移动广告流量价格（CPM 和 CPC）就进入了下滑轨道，到年底已经基本跌回 2016 年的水平。我们认为，流量价格下跌是需求不足导致的：在主要广告主当中，汽车、地产受到宏观经济影响最严重；互联网金融受到了监管收紧的影响；游戏受到了版号瓶颈的影响；新兴“独角兽”公司受到了融资环境紧张的影响。进入 2019 年，除了游戏行业由于版号恢复发放，需求可能有边际恢复之外，其他广告主的需求仍然增长乏力。

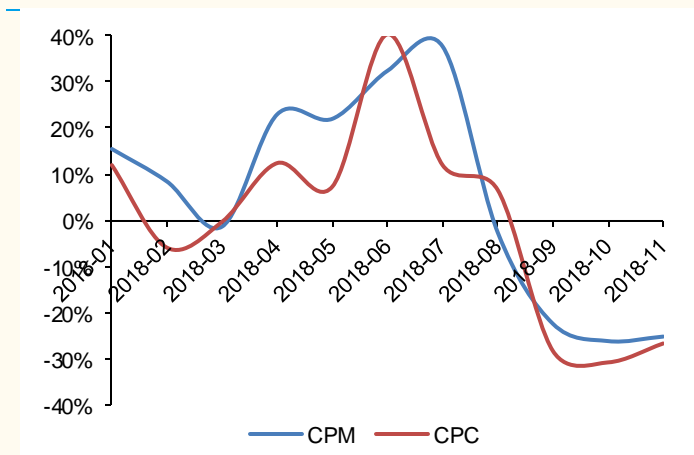
图表 10：2017 年三季度以来移动流量价格的同比变化趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

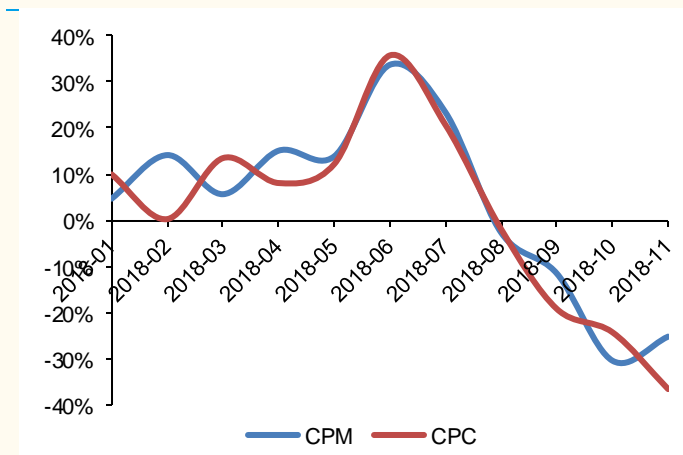
- 腾讯旗下的广告载体主要有三种：以微信、QQ 为代表的社交平台；以腾讯新闻、天天快报、QQ 浏览器为代表的资讯与分发平台；以腾讯视频、QQ 音乐为代表的娱乐内容平台。无论是哪一种，都面临着流量价格下跌的趋势。我们的数据显示，这一轮流量价格回落是全行业性的，任何类型的移动 App 都不能免俗，而且 PC 端流量也出现了回落。除非腾讯能在 2019 年创造一个新的超级 App，或者能够显著拉高已有 App 的 MAU 和 DAU 水平，否则广告主需求很难出现爆发性增长。

图表 11：全网社交与通讯流量价格同比变化趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 12：全网资讯平台流量价格同比变化趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 在广告供给端，腾讯手里可打的牌也不一定有市场想象的那么多。2018 年，腾讯已经推出了 QQ 看点、增加了微信公众号和朋友圈广告位、设立了小程序广告位、大力发展了腾讯视频的创意中插广告。现在，腾讯还可以开启的广告位，主要集中在微信：朋友圈还可以插入第三条甚至更多的广告；公众号可以增加一条中插广告；订阅号和看一看尚未插入信息流广告；搜一搜尚未推出关键词广告。此外，微信小程序现在的广告以 Banner 为主，今后可以增加定制广告甚至与交易撮合有关的广告等。看样子，腾讯尚未利用的广告资源，确实比大部分竞争对手更多。
- 问题在于：腾讯不可能激进地增加广告供给。首先，微信团队不会容忍损害用户体验的现象，增加任何广告位都要慎之又慎；在 2019 年 1 月的微信公开课上，张小龙已经彻底阐述了他的产品开发理念，短期广告变现绝不是现在的工作重点。其次，在需求不振的情况下，就算增加广告供给，变现效率也不会太高——根据我们的草根调研，微信朋友圈第二条广告开

启之后，广告填充率甚至有过明显的下降。大部分公众号和小程序都属于微信生态系统内部的“长尾流量”，需要精耕细作地逐步开发，而不是像某些竞争对手一样不计后果地增加广告。

图表 13：腾讯还有哪些广告位可以开启？

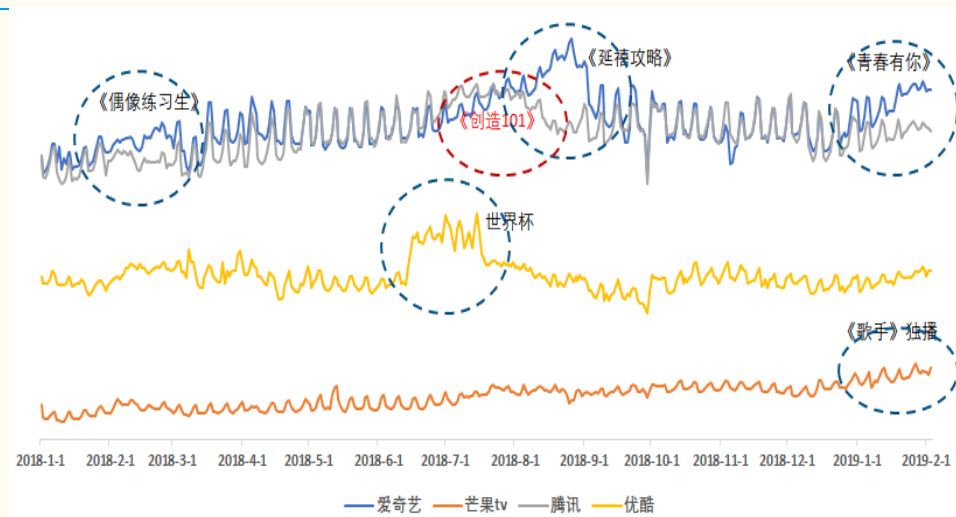
广告载体	广告形式	开启进度
微信公众号	第二条中插广告	正在局部测试
微信朋友圈	第三条信息流广告	正在讨论
微信订阅号信息流	信息流广告	暂无计划
看一看	信息流广告	暂无计划
搜一搜	付费关键词搜索	暂无计划
微信小程序	更丰富的广告形式	正在测试

来源：国金证券研究所整理

增值服务：长视频是唯一能“挑大梁”的，但是不宜期望过高

- 腾讯的社交网络增值服务（除游戏之外）主要包括：QQ 付费会员收入；视频平台付费会员收入；版权音乐与直播付费收入；动漫、文学等内容付费收入，等等。其中，我们对版权音乐、电竞直播和动漫的未来寄予厚望，但是它们的体量尚小、商业模式尚不十分成熟。在 2019-20 年，唯一能够挑起重担的是长视频的付费会员收入。
- 我们的自有监测数据显示：在三大视频平台中，优酷的 MAU 和 DAU 明显逊色一筹，而腾讯视频和爱奇艺一直难分伯仲。在《延禧攻略》《青春有你》等热门节目上映时，爱奇艺的 DAU 往往能甩开腾讯视频一截。2019 年，我们估计阿里不会出售或放弃优酷，三大视频平台的缠斗仍将继续下去。与此同时，我们观察到芒果 TV 的 DAU 在 2019 年初有明显的上升势头。总而言之，腾讯视频面临的竞争格局，在短期内不会有明显好转。

图表 14：视频网站移动端 DAU 变化趋势

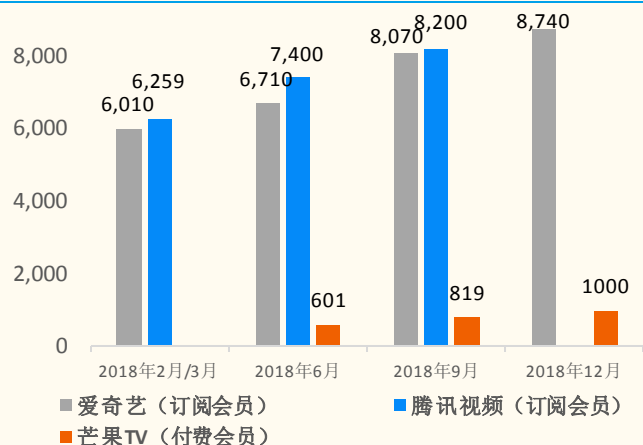


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 2018 年底，爱奇艺宣布订阅会员达到 8740 万，我们估计腾讯视频的订阅会员数与此相仿。根据我们的测算，腾讯视频的付费渗透率已经接近 20%，虽然仍有上升空间，但是增长最快的时期可能快要过去了。在市场竞争激烈的情况下，视频平台的 ARPU 很难在短期内有显著提升。除非腾讯视频能开发出新的付费模式，或者能够实现行业整合，否则在 2019 年要继续实现付费收入的爆发性增长，难度会很大。
- 2018 年下半年以来，随着影视行业“限薪令”推出、影视明星补缴所得税、流量明星路线受到质疑，头部影视剧价格的疯涨势头得到了抑制，这肯定有利于腾讯视频的成本控制。但是，2019 年出现“剧荒”已成定局，这无

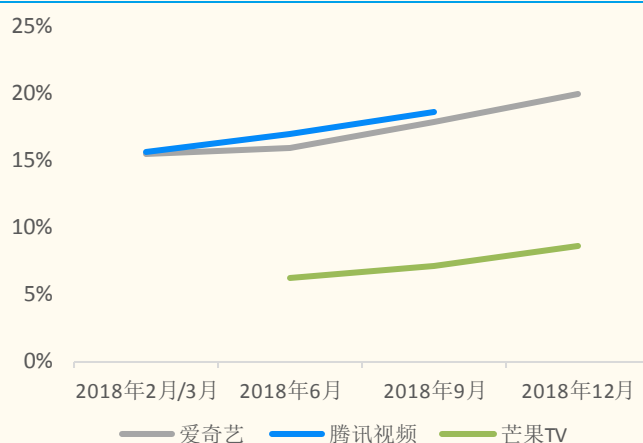
疑也会影响流量增长和观众的付费意愿。结果，腾讯视频可能面临亏损率大幅收窄（甚至在某个季度实现盈利）、收入和付费会员增长乏力的局面。虽然我们相信，这项业务在长期必将成为腾讯娱乐内容战略的重要支点，但是无法指望它在 2019 年作出较大的业绩贡献。

图表 15：主要视频网站付费用户数（万）



来源：公司公告，国金证券研究所，注：爱奇艺主要披露订阅会员，不定期披露付费会员；腾讯披露订阅会员、芒果TV披露付费会员

图表 16：主要视频网站付费渗透率

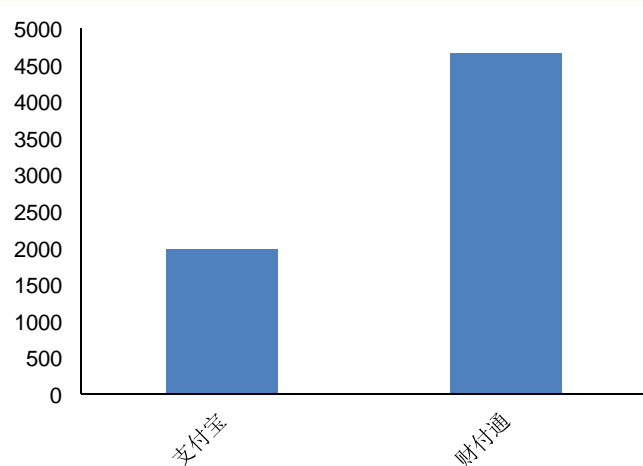


来源：国金证券研究创新中心，公司公告，国金证券研究所，注：付费渗透率=付费会员/期末月活，爱奇艺和腾讯视频的付费会员采用订阅会员近似

其他业务：移动支付高歌猛进，可惜利润率大受影响

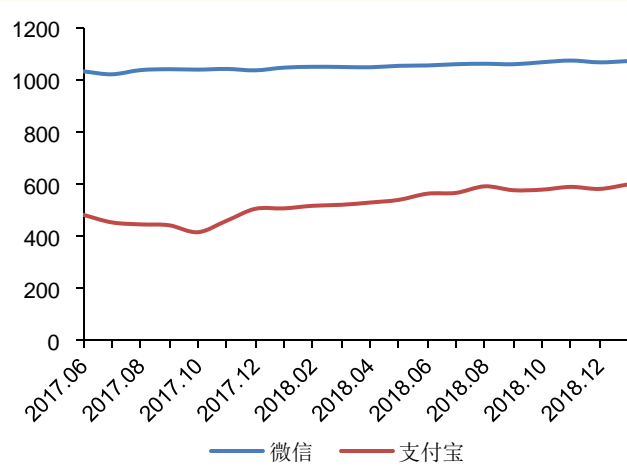
- 我们估计，腾讯的“其他业务”收入有 85% 以上来自第三方支付等互联网金融业务。根据公司公布的 2018 年客户投诉情况，可以推断出当年支付宝总交易笔数为 1975 亿笔，财付通为 4665 亿笔。虽然我们估计支付宝的交易金额仍然略大于财付通，但是毫无疑问，腾讯已经在支付领域取得了很大的成功。这一成功，很大程度上归功于微信的流量优势：虽然 2018 年以来，支付宝的渠道下沉和获客也很成功，但是毕竟无法与微信相提并论。在三线以下城市的蓝海市场，微信的优势非常明显。

图表 17：2018 年支付宝与财付通交易笔数（亿）



来源：支付宝公告，财付通公告，国金证券研究所

图表 18：微信与支付宝 MAU 对比（百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 遗憾的是，腾讯在高附加值的金融业务方面，仍然远远落后于蚂蚁金服。后者是全国最大的第三方基金销售渠道之一，而且是天弘基金的第一大股东；蚂蚁花呗、蚂蚁借呗都是举足轻重的互联网消费信贷平台；芝麻信用在“阿里系”的新零售版图中扮演着重要角色。相比之下，腾讯的脚步非常缓慢：与蚂蚁“余额宝”对标的“零钱通”直到 2018 年 11 月才上线（此前推出的“理财通”没有支付功能）；腾讯没有与“蚂蚁花呗”对标的

备付金：举个例子，当我们在淘宝等平台网购时，一般是要预先支付货款的。我们先付钱，商家再发货，在我们确认收货之后，货款才会到卖家的账户里。

产品，与“蚂蚁借呗”对标的“微粒贷”归属于微众银行而非腾讯自身；迄今腾讯还没有开通个人征信分数。

- 当然，在央行重视金融风险、提倡互联网金融机构缩表的情况下，腾讯的谨慎是有道理的。但是，缺乏高利润业务，却让规模庞大的“其他业务收入”很难贡献实质性的利润。我们估计，此前“其他业务”的毛利有一半以上来自微信支付备付金的利息，而所有第三方支付机构的备付金已经于2019年1月上缴央行，这将对毛利率构成巨大压力。
- 我们认为，腾讯可以通过三种方式弥补备付金上缴所损失的利润：第一是减少支付补贴，今年春节微信支付就基本没有参与全国性的“红包大战”；第二是向微众银行等合作伙伴收取更高的服务费或利息分账；第三是积极开拓高利润业务，例如基金分销、消费信贷乃至中小企业贷等。就算三管齐下，2019年“其他业务”毛利率仍然会不可避免地下滑。
- 从长期看，移动支付对新零售至关重要，蚂蚁金服绝不会坐视微信支付坐大。因此，2019年的移动支付“补贴战”很难停下来。与此同时，银联还没有放弃争夺移动支付市场，京东、美团等巨头也还维持着对金融业务的投入。我们估计，即便到了2021-22年，互联网金融业务也不可能成为腾讯的主要利润来源，因为竞争将一直非常激烈。

图表 19：移动支付的行业渗透顺序



来源：国金证券研究所整理

除了营业收入，投资者还应关注哪些方面？

- 对于腾讯，乃至对于大部分成熟的互联网公司，投资者最关心的都是扣非 (Non-GAAP) 净利润。扣非净利润最重要的驱动力固然是营业收入，但是成本费用控制、分占联营公司利润等也非常重要。此外，投资者还需要考虑投资收益，或者投资对象（不包括联营公司）的市场价值，尽管它们不会影响扣非净利润。在这些方面，腾讯有一些亮点。

联营公司范围不断扩大，下一步是并表范围扩大吗？

- 在历史上，腾讯的战略投资非常频繁、涉及面广，甚至被戏称为“投行化”。一般而言，它倾向于担任消极投资者，不参与被投对象管理。在 2017 年以前，被腾讯纳入联营范围内的大型公司，只有京东等寥寥几个。现在，情况发生了戏剧性变化：2018 年前三季度，腾讯对 5 家重要联营公司进行了投资或增持，我们估计其身份分别是：拼多多、快手、斗鱼、盛大游戏、万达商业地产。此外，腾讯还在其他联营公司上投资 196 亿元之多。

图表 20：2018 年前三季度腾讯新增或增持的联营公司

财报描述	新增投资规模	持股比例	估计实际身份
亚洲电子商务公司	74.56 亿	18%	拼多多
从事媒体及娱乐业务	47.32 亿	44%	快手
从事媒体及娱乐业务	39.98 亿	43%	斗鱼
从事网络游戏业务	29.85 亿	12%	盛大游戏
商业地产公司	102.66 亿	4%	万达商业
其他联营公司	195.94 亿	未披露	不明

来源：公司公告，国金证券研究所估算

- “联营公司”与“投资对象”最大的区别是：前者的利润按比例划归腾讯的“分占联营公司利润”，并计入扣非净利润；后者则只为腾讯提供投资收益或公允价值变动收益，一般不计入扣非净利润。腾讯对联营公司往往具备一定的影响力，例如参与董事会、提供流量入口、进行业务联动等。如果腾讯持股比例较高，而且联营公司并未接受阿里、百度等其他互联网巨头的投资，那么腾讯的影响力可能是举足轻重的。
- 扩大联营公司范围，在短期内对腾讯的利润影响有限：它的联营公司大部分还处于亏损或微利阶段。但是，随着时间推移，大部分联营公司终将盈利。更重要的是：腾讯会不会向阿里一样，走上收购控股以扩大并表范围的道路？例如，腾讯对虎牙的投资协议规定腾讯有权在公开市场增持至控股；根据《韩国经济日报》报道，腾讯正在参与对韩国游戏巨头 Nexon 的收购竞标。2018 年以来，国内创业融资环境恶化，新兴“独角兽”们也更渴望来自互联网巨头的资金，这是腾讯的良机。
- 对腾讯来说，一旦扩大联营公司乃至并表公司范围，管理本身不会是难题：它一贯采取“赛马”机制，鼓励内部竞争，而不是实施中央集权。腾讯就像是一系列“竞争合作”的业务实体组成的联邦。只要能出业绩，业务实体享有较大的自由权——微信事业群就是最好的例子。虽然扩大并表范围会加剧“大企业病”的风险，但是这种风险是可控的。
- 即便不扩大并表范围，腾讯现有的战略投资组合也值得市场认真研究。在 MAU 5000 万以上的移动互联网“独角兽”当中，腾讯投资了 8 个，其中搜狗、拼多多、美团、趣头条与腾讯都构成了共生关系。在海外、在线下，腾讯的投资范围就更广阔了。我们预计，今后腾讯的投资并购将指向三个战略方向：第一是新零售和 O2O；第二是海外互联网与本地生活服务；第三是内容生产（包括游戏、影视、动漫等）。至于已经进行的战略投资的市场价值到底有多少？这个问题有待公司进一步的信息披露。

图表 21：腾讯入股的移动互联网“独角兽”们

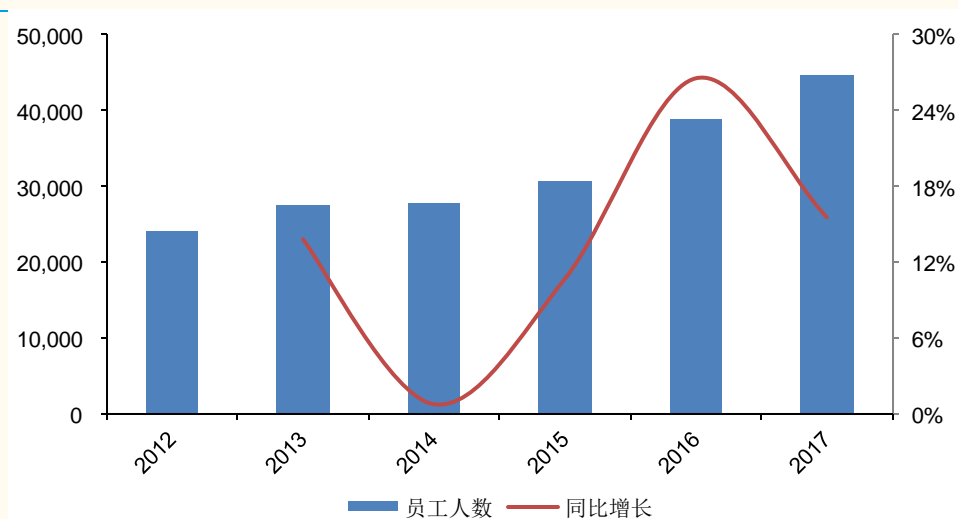
名称	类型	MAU	入股时间
搜狗	搜索引擎、输入法	3.85 亿	2013 年
快手	短视频、直播	3.16 亿	2017 年
拼多多	电商	1.72 亿	2016 年
美团	生活服务	1.50 亿(不含点评)	2015 年
滴滴出行	生活服务	1.09 亿	2013 年
哔哩哔哩	视频、直播	0.82 亿	2017 年
唯品会	电商	0.80 亿	2017 年
趣头条	资讯分发	0.71 亿	2018 年

来源：公司公告，国金证券研究所估算

控制薪酬就是控制费用，但是有些费用无法控制

- 2012 年以来，腾讯每一年的员工人数增速都低于收入增速，因此人均产出是不断增加的。在持续的规模效应下，公司的销售管理费率基本呈现下降的势头。2019 年，在不利的经济形势下，我们预计腾讯将严格控制人数，实行内部调整，这也是大部分互联网公司正在做的事情。当然，腾讯的员工人数可能随着收购而增长，但是我们预计内生增长率会很低。

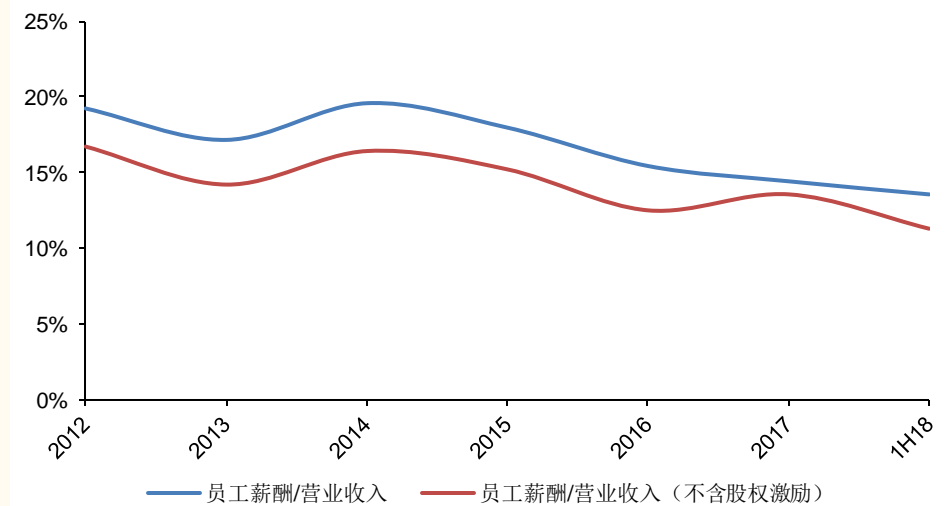
图表 22：腾讯员工人数和增长速度



来源：公司公告，国金证券研究所

- 与大部分互联网公司一样，员工薪酬是腾讯成本开支当中最高的一项。2014 年以来，由于规模效应，员工薪酬与营业收入的比例一直在缓慢下降（如果排除股权激励，下降势头会减缓）；2018 年上半年，这个势头仍在持续。我们估计，腾讯将量入为出，严格控制现有员工的薪酬福利。在互联网行业整体不景气的情况下，腾讯的发展潜力、品牌和工作稳定性对从业人员很有吸引力，就算控制薪酬也不太可能导致人才流失。

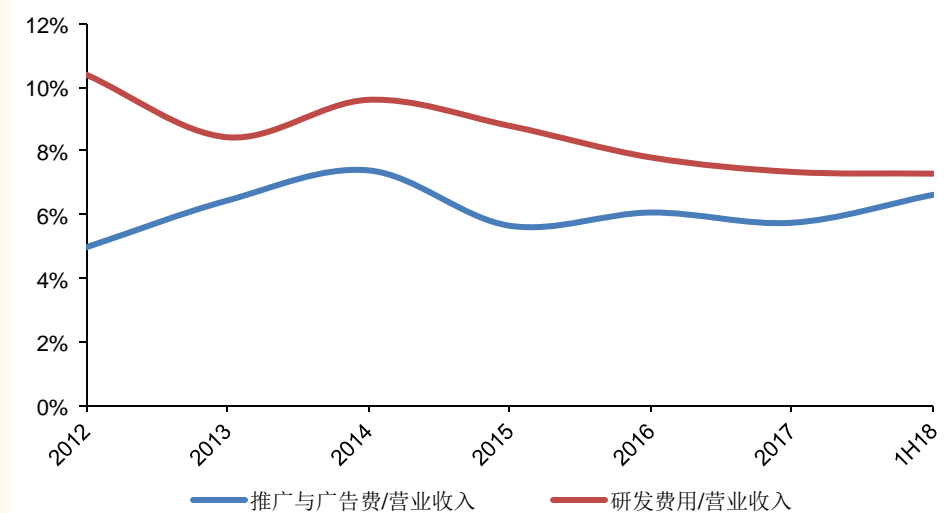
图表 23：腾讯员工薪酬占营业收入的比例



来源：公司公告，国金证券研究所

- 问题在于：有些开支是不能削减的。首先是推广与广告费用，它占营业收入的比例在 2018 年上半年有显著上升。腾讯正在进军产业互联网，需要在企业用户中树立品牌形象；它的海外扩张也需要大量市场营销开支；在游戏行业，由于流量红利耗尽，广告所起的作用也会越来越大。我们估计这项费用会持续增长，推动销售费用率在 2019 年攀升。
- 其次是研发费用，绝大部分体现为研发人员的薪酬。无论是新兴的产业互联网还是传统的消费互联网业务，都需要投入大量基础研发和产品研发经费。腾讯的研发费用率在 BAT 当中本来就处于最低水平，削减研发投入无疑会削弱长期竞争力。因此，腾讯不太可能控制研发费用。

图表 24：难以削减的开支：推广费用和研发费用



来源：公司公告，国金证券研究所

- 总而言之，腾讯可以通过控制员工人数、控制薪酬水平来压制成本费用率，但是效果有限。管理费用率（不含研发费用）可能有一定的压缩空间，但是销售费用率和研发费用率都可能在 2019 年有所上升。我们认为，腾讯在未来几年不太可能像 2013-17 年一样享受持续的规模效应。

财务预测与估值

我们认为市场对腾讯的一致预期偏高

- 我们认为，彭博一致预期对腾讯过于乐观；我们对 2018-2021 年的营业收入、EBIT 和 Non-GAAP 净利润的估计均低于一致预期。当然，彭博一致预期不一定能反映投资者在这个时间点的真实预期。
- 我们认为一致预期可能在以下几个方面高估了腾讯未来几年的业绩潜力：首先是游戏业务，虽然 2019 年春节期间《王者荣耀》的表现很好，但是市场可能忽略了腾讯缺乏重量级手游新品的事实。其次是广告业务，市场可能只注意到腾讯尚有很多广告位可以供给，没有考虑到经济增速放缓导致的广告主需求不足。第三是其他业务，虽然市场普遍认识到了备付金上缴将对支付业务的利润造成压力，但是可能低估了其影响力。最后是费用，市场可能错误地认为过去几年的规模效应还能持续。

图表 25：彭博一致预期对腾讯似乎过于乐观

人民币十亿	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入：一致预期	312.09	401.01	506.88	646.80
营业收入：国金	307.41	380.68	463.34	543.22
EBIT：一致预期	97.14	109.65	143.07	201.56
EBIT：国金	95.50	107.71	130.64	153.31
Non-GAAP 净利润： 一致预期	76.77	92.15	117.45	161.11
Non-GAAP 净利润： 国金	72.59	83.88	103.81	124.192

来源：Bloomberg，国金证券研究所预测

- 我们对腾讯 2018-20 年财务业绩的核心预测假设如下：
- **游戏业务：**
 - 端游收入在 2018-19 年都将下滑。但是，我们预计新一代电竞端游（例如 Apex Legends、刀塔自走棋或其同类产品）将于 2019 年下半年引进国内，从而遏制下滑势头；2020 年，端游市场可能出现反弹，因为玩家流失已经告一段落，付费将维持较高水平。
 - 手游收入在 2018 年四季度和 2019 年一季度都将出现 5-10% 的同比下滑；虽然《王者荣耀》的收入非常坚挺，还是无法完全抵消手游新品缺乏的影响。但是，从二季度开始，腾讯将进入一个新的产品周期。最大的不确定性在于：《刺激战场》能否获得版号，DNF 手游能否在年内上线？我们认为，《刺激战场》在 2019 年三季度以前获得版号的希望非常渺茫，而 DNF 手游最早也要到 2019 年四季度上线。所以，2020 年腾讯手游收入的增速反而可能提升。与此同时，海外市场能够在一定程度上拉动手游业务。
- **社交网络增值服务业务：**
 - 手游分账收入增速将比手游业务稍微慢一些，因为来自海外的手游收入不会向社交网络应用（微信和 QQ）进行分账。
 - 其他增值服务收入最大的增长引擎是长视频，但是该项业务面临着爱奇艺、优酷的激烈竞争，而且 2019 年仍将处于亏损状态。在线音乐（包括版权音乐、直播和社交）是第二大增长引擎，而且将在腾讯的网红产业链中扮演重要角色。网络文学、动漫、电竞直播等业务也将高速增长，但是基数较低。还有一大块收入来自 QQ 会员付费，由于 QQ 的总用户正在下跌（虽然它深受 95 后用户欢迎），我们预计该项收入未来几年会略有下滑。
- **广告业务：**

- **媒体广告**收入将呈现温和增长，因为长视频的商业模式重心向会员付费转移，而腾讯新闻、天天快报对广告主缺乏新的吸引力。
- **社交广告**收入将呈现较快增长，但是我们只能保持谨慎乐观：腾讯尚未开启的广告位主要在微信，而微信团队绝不会进行过于激进的广告变现；指望微信的广告负载率达到微博、今日头条或新闻门户的水平，是不现实的。更重要的问题在需求端：宏观经济放缓将抑制广告主的需求，腾讯不可能在这种局面下实现爆发性增长。
- **其他业务：**
 - **第三方支付**收入将继续较快增长，但是随着基数变大，增速会不断放缓。移动支付向四线以下城市下沉、零钱通等新业务的发展，是这项业务的主要推动力；但是，备付金上缴会影响收入和利润。
 - **云计算和智慧产业**收入将在较低的基数之上实现较快增长，不过在 2-3 年内还不会是一项重要业务。目前，我们尚缺乏足够的信息。

图表 26：腾讯核心财务数据预测

人民币百万	2018E	2019E	2020E
游戏业务	101,576	110,514	126,616
YoY	3.8%	8.8%	14.6%
端游	49,880	48,160	50,160
YoY	-9.5%	-3.4%	4.2%
手游(不含社交分账)	51,696	62,354	76,456
YoY	20.8%	20.6%	22.6%
广告业务	59,058	73,759	89,138
YoY	46.0%	24.9%	20.9%
媒体广告	16,536	17,702	20,323
YoY	11.5%	7.0%	14.8%
社交广告	42,522	56,057	68,815
YoY	66.0%	31.8%	22.8%
社交网络增值服务业务	69,129	84,802	102,237
YoY	23.2%	22.7%	20.6%
手游分账	23,004	26,030	30,848
YoY	14.9%	13.2%	18.5%
其他增值服务	46,126	58,771	71,389
YoY	27.8%	27.4%	21.5%
其他业务	77,648	111,608	145,349
YoY	79.2%	43.7%	30.2%
营业总收入	307,413	380,681	463,339
YoY	29.3%	23.8%	21.7%
毛利率	45.4%	42.8%	42.8%
销售费率	7.65%	7.80%	7.70%
管理费率	13.30%	13.20%	13.20%

来源：国金证券研究所预测

■ 毛利率与费用率：

- 我们预计，2019-20 年，社交网络增值服务（包括游戏）的毛利率将基本持平；广告业务的毛利率会略有上升，主要受益于视频内容采购成本的缓解；其他业务的毛利率会有大幅度下降，主要受到备付金上缴的影响。总体上，2019 年的毛利率会下降，2020 年持平。
- 销售费率在 2018 年前三季度已经呈现同比上升的势头，我们预计腾讯将在云计算、产业互联网、海外市场等方面投入巨额推广费用。2018-19 年，该项费率会继续上涨；2020 年这个势头可能结束。

- 管理费率在控制人员薪酬的前提下，可以得到削减；但是，其中包含的研发费率很难有削减空间。我们预计该项费率基本保持稳定。

估值与目标价调整

- 我们以 DCF 作为腾讯估值的基础。我们认为，DCF 能够全面反映公司的战略地位、长期增长空间和抗风险能力，从而最适合为腾讯这样的互联网平台型公司估值。此外，我们加回战略投资、公允价值投资等“非核心业务”的价值，但是不包括“对联营或合营公司投资”的价值，因为它们的利润贡献已经体现在损益表之内。
- 我们的 DCF 基本假设是：9.0%的 WACC、3 年的第一阶段成长期、10 年的第二阶段成长期、15.0%的第二阶段增长率、5%的永续增长率和 10%的永续 ROIC。腾讯并未详细披露战略投资的市场价值，但是我们估计其中很多投资对象的估值都已经大幅提升，所以我们赋予其 2 倍 P/B 的估值；此外，净现金价值也按照账面价值加回。

图表 27：腾讯控股 DCF 模型假设及结论

指标	数值
股权资本成本	9.0%
目标负债率	0%
WACC	9.0%
第一阶段成长期	3 年
第二阶段成长期	10 年
第二阶段增长率	15.0%
长期增长率	5.0%
长期 ROIC	10.0%
每股股权价值（人民币）	311.70
人民币/港元汇率	1:1.171
目标价位（港元）	365.00

来源：国金证券研究所预测

- 综上所述，我们得出的腾讯目标价为 365 港元，对应 40.9 倍/35.4 倍/28.6 倍 2018E/2019E/2020E Non-GAAP P/E。这个估值水平在所有港股及中概股互联网公司中处于较高水平，也是腾讯历史上的较高水平。我们并不担心腾讯的战略地位——它仍然是投资者长期布局中国互联网行业的最佳选择之一。但是，鉴于市场一致预期偏高，而且估值处于高位，我们建议投资者在短期保持谨慎。下调评级至“中性”。

风险因素

- 作为互联网公司，监管风险是不可忽视的。游戏、视频、第三方支付等都属于国家严格监管的行业，政策变化可能难以预知。
- 腾讯正在拓展包括金融支付、云计算、人工智能等在内的新业务，在这些领域已经存在强大的竞争对手，公司可能无法达到战略预期。
- 技术是互联网公司的生命线，而腾讯的基础研究水平并不明显高于同行，因此存在技术进步带来的业务和产品替代风险。
- 腾讯对外进行大量战略投资，而且信息披露细节较少；虽然腾讯每年都进行大量投资减值拨备，但是仍不能忽略战略投资减值的风险。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表

单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	189619	254005	293426	332253
现金及现金等价物	142421	196744	224602	254837
交易用投资	-	-	-	-
应收款项	16549	17608	22464	25058
其他应收款	17110	22556	25029	27924
存货	295	376	415	453
非流动资产	365053	516816	618822	741317
可供出售投资	127218	159023	198778	248473
联营和共同控制实体的投资	144581	242581	294581	351781
投资物业	800	800	800	800
固定资产	23597	34204	33348	32812
在建工程	3163	4000	4800	5760
土地使用权	5111	4089	3067	2044
无形资产	40266	49844	58822	72200
总资产	554672	770821	912248	1073570
流动负债	151740	251376	301574	353871
短期借款	15696	32339	41479	50428
应付款项	54837	74277	93197	110579
预收账款	-	-	-	-
其他	81207	144760	166898	192864
非流动负债	125839	171253	182185	193828
长期借款	82094	82094	82094	82094
其他	43745	89159	100091	111734
负债合计	277579	422628	483760	547699
股本	-	-	-	-
储备	31188	31188	31188	31188
保留溢利	202682	272855	352105	448218
非控制性股东权益	21019	21945	22992	24261
总权益	277093	348193	428489	525871
总负债和总权益	554672	770821	912248	1073570

综合现金流量表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除所得税后溢利	71510	76275	86141	104471
折旧和摊销	12619	18900	24900	29380
利息费用	-664	428	968	807
营运资本的变动	22776	55703	17437	20285
经营活动产生现金流量	106140	146834	131871	159323
资本性支出	-80715	-24000	-32800	-42160
投资、贷款于联营和共同控制实体	-17537	-101000	-52000	-57200
投资活动产生现金流量	-63642	-105945	-108949	-132894
借款变动	32462	16643	9140	8949
发行股份	171	-	-	-
支付的股利和利息	-5998	-6530	-7859	-9165
融资活动产生现金流量	26598	13435	4936	3805
现金净变动	69096	54323	27858	30235
现金的期初余额	71902	142421	196744	224602
现金的期末余额	138447	196744	224602	254837

来源: 公司年报、国金证券研究所

综合收益表

单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额	237760	307413	380681	463339
销售成本	120835	167848	217717	264910
毛利	116925	139564	162965	198429
销售、一般性和行政开支	50703	64403	79943	96838
(含研究开发费用)	-	-	-	-
其他营业收入	24080	18335	6750	8775
EBITDA	103742	114396	132610	160020
折旧和摊销	12619	18900	24900	29380
EBIT	91123	95496	107710	130639
融资收入净额	488	-428	-968	-807
分占联营和共同控制实体的溢利	821	2000	3500	5250
除所得税前溢利	88215	95068	106742	129832
所得税开支	15744	17866	19555	24092
除所得税后溢利	72471	77202	87187	105740
非控制性股东应占溢利	961	926	1046	1269
股息	1499	6102	6891	8358
母公司股东应占溢利	71510	76275	86141	104471
EPS	7.51	8.01	9.05	10.97

主要财务比率

单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业额增长率	56.5%	29.3%	23.8%	21.7%
EBIT 增长率	70.0%	4.8%	12.8%	21.3%
净利润增长率	74.9%	6.5%	12.9%	21.3%
盈利能力				
EBIT/营业额	38.3%	31.1%	28.3%	28.2%
EBITDA/营业额	43.6%	37.2%	34.8%	34.5%
毛利率	49.2%	45.4%	42.8%	42.8%
净利率	30.5%	25.1%	22.9%	22.8%
ROE	27.9%	23.4%	21.2%	20.8%
偿债能力				
资产负债率	50.0%	54.8%	53.0%	51.0%
流动比率	1.25	1.01	0.97	0.94
速动比率	1.23	1.00	0.96	0.93
营运能力				
资产周转率	0.43	0.40	0.42	0.43
应收账款周转率	17.81	18.00	19.00	19.50
应付账款周转率	5.55	4.76	4.55	4.55
存货周转率	433.10	500.00	550.00	610.00
每股资料				
每股收益	7.51	8.01	9.05	10.97
每股经营现金流	11.15	15.42	13.85	16.73
每股净资产	26.90	34.27	42.59	52.69
估值比率(倍)				
PE	38.24	35.85	31.74	26.17
扣非 P/E	44.58	40.47	35.02	28.29
EV/EBITDA	30.88	23.70	20.23	16.51

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH