

## 关于腾讯的五问五答

## ——腾讯控股 (0700.HK) 动态跟踪暨 19Q2 业绩点评

海外公司动态

◆腾讯公布 19Q2 业绩，收入增速不达市场预期而净利润超预期，期待后续游戏业绩逐步释放。2Q19 公司营收 888 亿元，YoY+21%；归母净利润 241 亿元，YoY+35%；Non-GAAP 归母净利润 235 亿元，YoY+19%。

◆Q1：腾讯还是一家游戏公司吗？如何看待腾讯目前的估值水平？

A1：1) 整体业务收入比例更加均衡，游戏收入占比持续下降，但仍然是公司的现金牛业务；2) 目前估值水平反应了较高的增速预期，未来需更高成长性业务驱动公司走出新成长曲线，共同支撑估值水平。

◆Q2：企业服务与云能否带领腾讯走出第三条成长曲线？

A2：1) 梳理微软在云时代二次崛起的历史，腾讯目前的境况与 2014 年的微软有诸多相似之处，具有一定参考意义；2) 回顾微软云和阿里云非线性的成长历史，我们认为可以适当淡化短期业务收入增速指标，重点关注重要项目的落地情况，等待业务成熟和业绩爆发的关键拐点。

◆Q3：如何理解微信和小程序生态、以及未来变现模式？

A3：1) 微信 OS 属性越发明显，小程序是我们日常所需的社会功能的程序体现；这种定位决定了其商业价值在未来将主要从 B 端获取，其商业化的潜力取决于该生态创造的社会增量价值；2) 参照 Windows/iOS 的商业逻辑，我们变现可能方式有技术授权与提供支持服务获取订阅收入。

◆Q4：短视频的这场战役对腾讯有多重要？

A4：1) 尽管我们认为 To B 业务是腾讯下一个十年的增长引擎，但 To C 业务是支撑腾讯大规模投入的战略大本营；短视频正在抢占用户时长和注意力，是腾讯不能输的一场战役，关系到腾讯 To C 业务的根本；2) 无论内部孵化还是战略投资，腾讯需要构建有竞争力的短视频产品防线。

◆Q5：如何看待 18Q3 起营销费用率的下降？

A5：1) 参考 2016 年至今的营销费用率变化，腾讯的销售费用率尚在合理区间波动；其下降趋势需要结合宏观环境和产业格局的变化综合解读；2) 腾讯日渐增强的流量分发能力提高了营销成本的内部化程度。

◆维持“买入”评级和目标价 416 港元/股

公司递延收入历史新高，Q3 起有望陆续释放支持业绩；云业务值得期待但贡献业绩尚需时间。维持公司 19/20/21 年收入预测 3,948/4,943/5,963 亿元人民币，Non-GAAP 净利润 990/1,333/1,559 亿元；维持“买入”评级。

◆风险提示：宏观经济增速下行、流量红利见顶、竞争风险、估值压力  
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元 RMB)	2,378	3,127	3,948	4,943	5,963
营业收入增长率	56.48%	31.52%	26.25%	25.22%	20.63%
Non-GAAP 净利润(亿元 RMB)	651	775	990	1,333	1,559
EPS (港元)	8.56	9.33	11.56	15.55	18.19
P/E	42	39	28	21	18

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 15 日

## 买入 (维持)

当前价/目标价：330.4/416.0 港元

## 分析师

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

[kongrong@ebsecn.com](mailto:kongrong@ebsecn.com)

## 联系人

乐济铭

021-52523797

[lejiming@ebsecn.com](mailto:lejiming@ebsecn.com)

## 市场数据

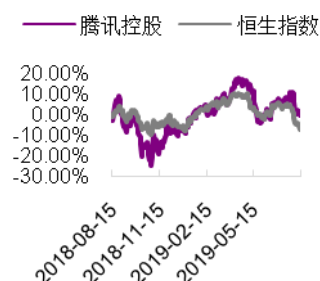
总股本(亿股)：95.55

总市值(亿港元)：31,569.72

一年最低/最高(港元)：251.4/400.4

近 3 月换手率：11.0%

## 股价表现(一年)



## 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.28	0.45	3.17
绝对	-8.43	-9.38	-4.96

资料来源：Wind

## 相关研报

理解产业互联网：腾讯下一个十年的增长引擎——腾讯控股 (0700.HK) 全球数字生态大会事件点评

..... 2019-05-28

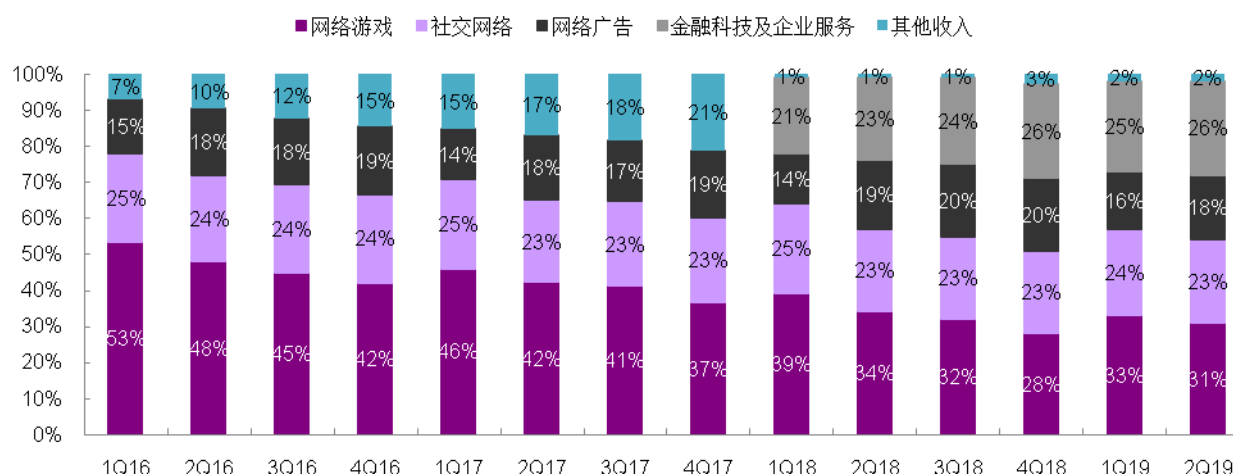
## 1、五问五答：关于市场最关心的五个问题

### Q1：腾讯还是一家游戏公司吗？如何看待腾讯目前的估值水平？

**A1：**公司游戏业务收入占比从2018年以来持续下降，但仍然是公司的现金牛业务，未来增速预计将受中国整体游戏市场增速下行影响而面临一定压力；目前的估值水平反应了较高的增速预期，未来需更高成长性业务驱动公司走出新成长曲线，共同支撑目前估值水平。

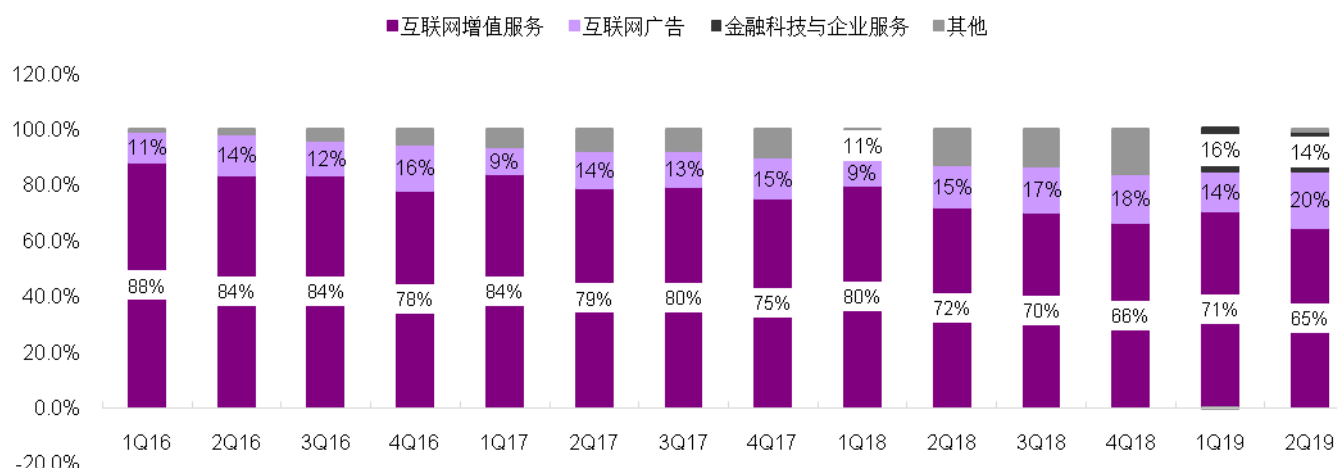
公司游戏收入占比下降至30%左右，但仍然是公司的现金牛业务。1) 16Q1至19Q2，公司游戏业务收入占比由53%下降至31%；游戏业务所在的互联网增值服务分部毛利占比由88%下降至65%，仍然是公司的利润中心；2) 19Q2金融科技及企业服务业务收入占比已达26%，是仅次于游戏的重要业务，但毛利占比仅为14%，在业务的成长初期盈利能力与游戏相比仍有差距。

图1：1Q16-2Q19 收入构成



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理注：1Q18起“金融科技及企业服务”从原“其他收入”中单列出来

图 2: 1Q16-2Q19 毛利构成



资料来源: Bloomberg

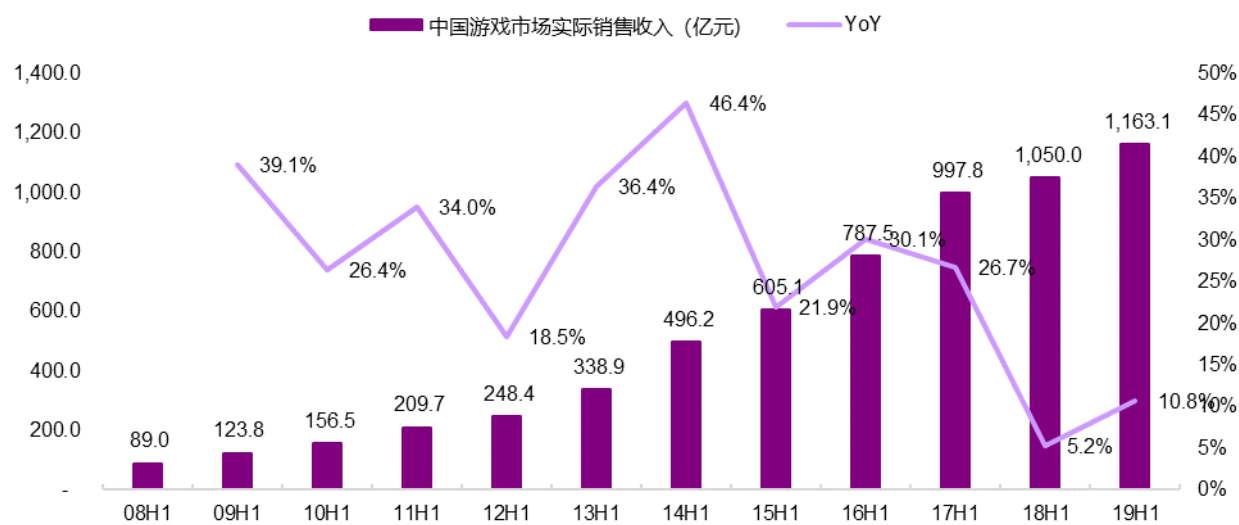
对标海外市场老牌游戏公司及网易的估值水平,我们认为腾讯目前的估值水平中包含了较高的游戏收入利润增速预期,并包含了对于腾讯新业务的成长预期。1) 美股上市的四家规模较大的游戏公司 TAKE-TWO、EA、动视暴雪和网易的平均远期 PE 为 21x, 最高为 26.4x, 最低为 18.3x; 成熟市场的老牌游戏公司的合理估值水平在 20x 左右; 2) 腾讯游戏业务的营收体量远高于可比公司, 并且仍然维持着较高的增速, 是市场给予腾讯较高的 PE 倍数的部分原因; 3) 根据伽马数据, 19Q1 腾讯已经占据了国内头部移动游戏市场超过 71.1% 的发行份额和 21.3% 的研发份额, 高市占率决定了腾讯未来若要持续取得超越行业大盘的增速将面临考验; 2019 年上半年, 国内游戏市场整体增速为 10.8%, 移动游戏市场增速为 18.8%; 长期来看, 腾讯需要新的成长业务支撑目前的估值水平。目前的估值水平隐含的较高游戏增速预期和未来增速放缓之间的落差, 可能是市场对于腾讯在新业务拓展上给予的期望与溢价。

表 1: 可比公司估值情况

公司名	代码	总市值 (亿美元)	游戏收入 (亿美元)			15-18 CAGR	净利润 (亿美元)			15-18 CAGR	PE(BF)
			2016	2017	2018		2016	2017	2018		
TAKE-TWO	TTWO.O	142.8	17.8	17.9	26.7	22.4%	0.7	1.7	3.3	122.7%	26.4
艺电	EA.O	259.0	48.5	51.5	49.5	1.1%	9.7	10.4	10.2	2.7%	18.3
动视暴雪	ATVI.O	349.1	66.1	70.2	75.0	6.5%	9.7	2.7	18.1	37.0%	19.1
网易	NTES.O	325.9	40.3	55.5	58.6	20.5%	16.7	16.4	9.0	-26.8%	20.6
均值											21.1
腾讯	0700.HK	4,028.1	90.2	124.7	132.5	21.2%	59.2	109.4	114.7	39.1%	26.2

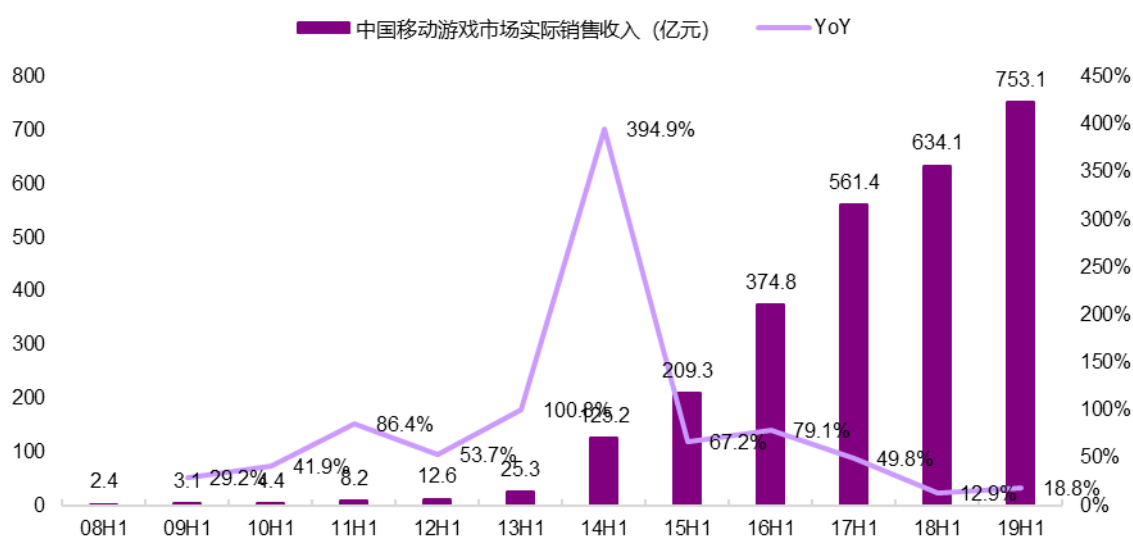
资料来源: Bloomberg 注: 股价日期为 2019 年 8 月 16 日; PE 为混合远期市盈率

图 3: 08H1-19H1 上半年中国游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据

图 4: 08H1-19H1 上半年中国移动游戏市场实际销售收入

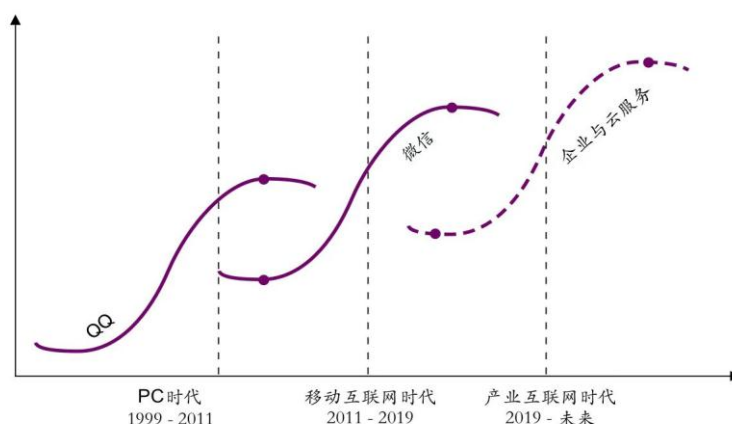


资料来源：伽马数据

## Q2：企业服务与云能否带领腾讯走出第三条成长曲线？

**A2：**腾讯过去 20 年经历了互联网时代与移动互联网时代，以“930”组织架构调整为标志，腾讯第三次战略升级全面拥抱产业互联网备受关注。企业服务与云能否带领腾讯走出第三条成长曲线？我们认为目前尚需给予一定的时间观察。梳理微软在云时代二次崛起的历史，我们认为腾讯目前的境况与 2014 年的微软有诸多相似之处，具有一定参考对比的意义；我们回顾微软云和阿里云非线性的成长历史，认为可以适当淡化短期业务收入增速指标，重点关注重要项目的落地情况，等待业务成熟和业绩爆发的关键拐点。

图 5：腾讯的三条成长曲线

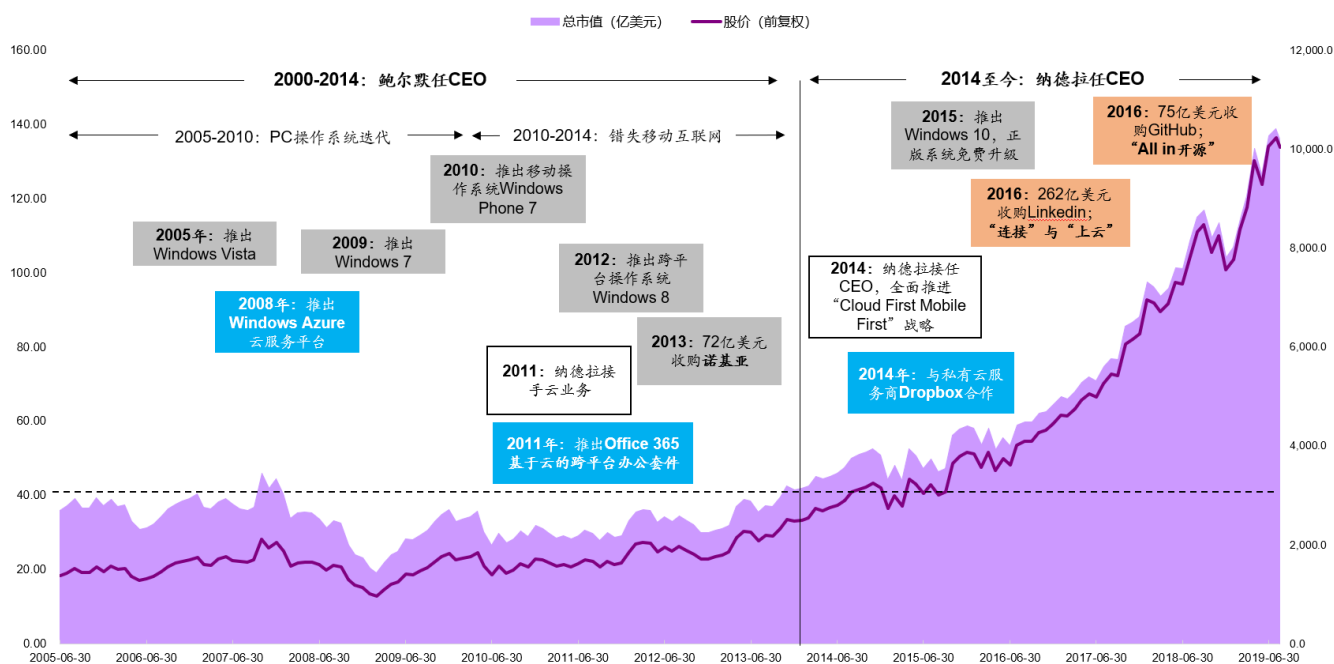


资料来源：混沌大学，光大证券研究所绘制

## 从微软看腾讯：站在微软 2014 年的重要转折点

以 2014 年纳德拉接任微软 CEO 为界，微软市值从 3000 亿美金攀升至 10,000 亿美金，市值增长达 7,000 亿美金。1) 鲍尔默时代的微软发展陷入停滞甚至是衰退，市值止步于 3000 亿美元超过 10 年。在 PC 端公司推出的迭代性产品 Windows 8 市场反响不理想；在移动端公司难以摆脱 PC 端的技术遗产，推出的 Windows Phone 系统在竞争中远落后于谷歌的 Android 系统及苹果的 iOS 系统，以至完全错失了移动互联网时代的发展机遇；2) 2014 年起，原微软云业务的负责人纳德拉接任微软 CEO，全面推进“Cloud First, Mobile First”战略，并主导了微软由封闭到开放的企业文化转变。通过全力推进云计算在全球的部署，公司的服务器与云业务收入由 2014 年的 171 亿美元增长至 2019 年的 326 亿美元，且增速还在逐年提升，尚未见到减缓迹象。

图 6：微软的二次成长史

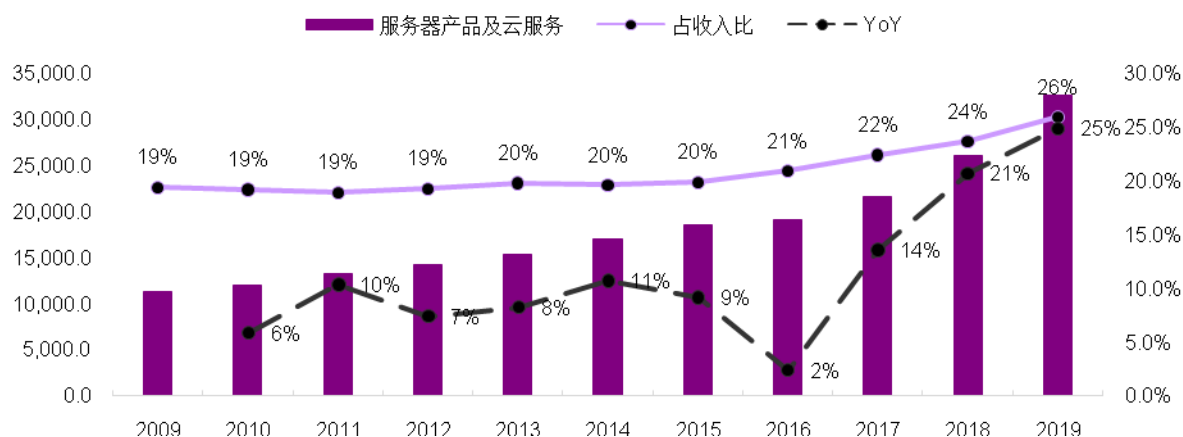


资料来源：光大证券研究所整理

对比微软的服务器产品和 Office 产品及其云服务的收入体量和增速，我们发现企业级应用的云市场巨大，能够提供比消费级市场更高增速空间。1) 从收入体量上看，微软的服务器产品及云服务收入由 2009 年的 113 亿美元增长至 2019 年的 326 亿美元；同期 Office 产品及云服务收入由 180 亿美元增长至 318 亿美元；企业级云产品已经实现了对消费级云产品（Office 亦有企业采购）的超越；2) 从增速上看，企业级云产品收入体量更大，但收入增速及其提速幅度仍高于消费级产品；2019 财年，服务器产品及云服务的增速达 25%，同比 2018 年增速提升了 4pcts；而 Office 产品及云服务收入增速为 12%，同比 2018 年增速提升仅 1pcts。

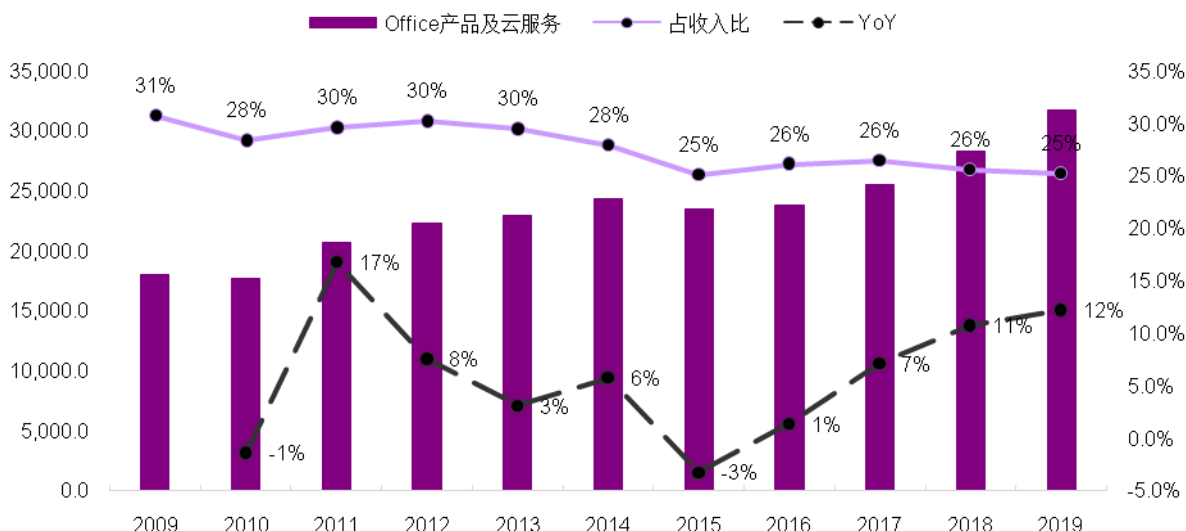


图 7：微软服务器产品及云服务收入、占总收入比及增速（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg

图 8：微软 Office 产品及云服务收入、占总收入比及增速（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg

腾讯与微软在云战略的实施过程中，其各项举措均有相似性；腾讯云业务拥有非常高的战略定位和较强的产品执行能力，是否能复制微软云的成功？由于腾讯云起步较晚，我们认为可以给予一定的时间跟踪观察。

1) 组织架构调整：尽管企业服务市场远大于消费市场，但企业服务的多样性与复杂性亦远超消费者服务业务，需要云服务提供商深入理解客户需求并提供整体性的解决方案；因此微软、腾讯曾经的多产品部门林立相互竞争的组织架构不符合云业务的发展需求。微软通过 2013、2018 年的两次组织架构调整，将云业务提升为公司的一级部门，并在财务报表中单独列报云业务分部；腾讯在 2018 年“930”组织架构调整中新设“云与智慧产业事业

群 (CSIG)”，整合公司的所有 To B 业务；19Q1 起将“金融科技与企业服务业务”单独列报。

**2) 企业文化重塑：**云服务的“服务”属性在于公司将技术能力打包为能够解决企业实际需求的方案，连同云服务基础设施 (IaaS) 共同交付。云服务公司需要与外部合作伙伴及开发者紧密协作，并通过开源的形式输出核心能力，才能不断推广公司的服务。由封闭到开放的企业文化重塑来自于最高层：微软的开放由纳德拉推动，腾讯的开放从“3Q 大战”之后，由马化腾主导公司的全面开放。2019 年，腾讯进一步开放中台能力，包括数据中台（用户、内容、应用）与技术（通信、安全、AI）中台。

**3) 重视“连接”：**云服务需要与企业形成商业化（而非个人）的触点，使得公司的云服务潜力对于企业客户更加可见。微软历史上最大的收购即 2016 年以 262 亿美元收购职场社交平台 LinkedIn；而腾讯的核心能力就是社交，企业微信被列为腾讯产业物联网及云的“七大工具”之一。

表 2：微软与腾讯的云战略关键词对比

	微软	腾讯
“组织变革”	<p><b>2013 年内部重组：</b> 将原有的 8 个业务部门进行业务重组，重新规划为 4 个：企业、硬件、应用和服务、操作系统</p> <p><b>2018 年内部重组：</b> 新设“体验与设备”部门与“AI 与云计算”部门</p> <p><b>财务报表变化：</b> 2015 年年报起，公司的主要收入分部只保留“More Personal Computing”“Productivity and Business Processes”和“Intelligent Cloud”</p>	<p><b>2018 年“930”组织架构调整：</b> 将原有的 7 个事业群进行拆分重组，形成新的 6 个事业群；新成立云与智慧产业事业群 (CSIG)、平台与内容事业群 (PCG)。</p> <p><b>财务报表变化：</b> 2019 年一季报起，公司将“金融科技与企业服务”从“其他”中分列，成为一级业务分部</p>
“封闭到开放”	<p><b>2013 年，</b>宣布为 iPad 开发 iOS 版 Office</p> <p><b>2014 年，</b>与云领域的竞争对手 Dropbox 达成合作，融合 Office Online</p> <p><b>2015 年，</b>微软和谷歌同意中止两家公司之间关于智能手机和电子游戏系统的专利侵权纠纷</p> <p><b>2018 年，</b>与亚马逊达成合作，整合小娜和 Alexa</p>	<p><b>2015 年：“云+”计划：</b>5 年投入 100 亿打造云平台及建设生态体系，发展 2000 家云计算生态服务商，其中包括 500 家核心合作伙伴，合作伙伴最高可获 90% 的业务分成。</p> <p><b>2019 年：</b>进一步开放中台能力，包括数据中台（用户、内容、应用）与技术（通信、安全、AI）中台</p>
“开源”	<p><b>2014：</b>微软在代码托管平台 GitHub 上建立账户；同年开源 .Net</p> <p><b>2018 年：</b>收购 GitHub；并成为 GitHub 的最大贡献者之一，贡献超过 1800 个储存库，连续三年保持第一</p> <p>开放 Azure 能力</p>	<p><b>2019 年：</b>成立技术委员会（1 月），首次公开开源战略路线图（6 月）。<b>演进路径：</b>内部开源协同——外部代码开放——社区开放治理；<b>重点领域：</b>IaaS、容器与云原生、数据库、大数据与 AI、中间件、IoT/边缘计算、小程序生态</p>
“连接”	<p><b>2016 年：</b>262 亿美元收购 LinkedIn</p> <p>通过 Office 365 和 Dynamics 与全世界最大和最有价值的职业网络连接，开发出更多的新方法来提高职业人士的生产力，同时重塑销售、营销和人才管理业务流程。<b>核心是与微软在“To B”业务的协同。</b></p>	<p><b>企业微信：</b>不仅是企业内部通讯工具</p> <p>企业微信包含通讯录管理、视频会议、企业支付、企业邮箱、文件盘、打卡、汇报、审批等模块，并支持服务商定制开发</p>

资料来源：光大证券研究所整理



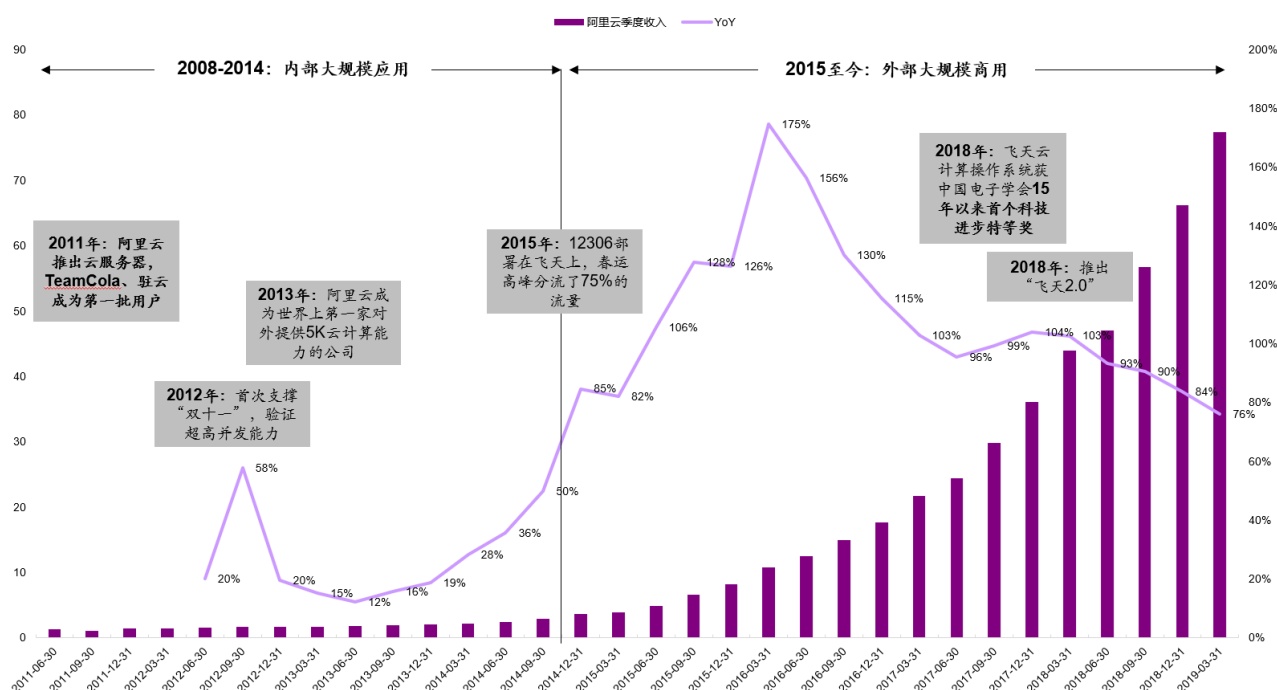
## 阿里云：云服务的成长非线性 紧密跟踪重点项目落地带来的业务成熟与业绩爆发拐点

如何跟踪和理解云业务的增速？结合对于微软和阿里云的云业务增速的分析，我们发现云业务的增速并非线性。短期的收入增速不能够线性外推，可以适当淡化；应重点关注重要项目的落地情况，等待业务成熟和业绩爆发的关键拐点。

从阿里云的发展历史可以观察到云业务的增长并不是线性的：1) 2011年，阿里云推出云服务器，在内部进行试验性应用，收入增速处于较低水平；2) 12Q3，阿里云首次支持双十一，叠加低基数效应，阿里云的收入增速陡升至58%；3) 2013年，阿里云成为世界上第一家对外提供5K（5000台服务器集群）云计算能力的公司，但云计算业务的季度增速一路下行至13Q3的12%；4) 从13Q4起，技术进步的商业化价值开始兑现，阿里云的收入开始加速增长，季度收入同比增速由16%提速至16Q1的175%，加速达11个季度；期间最为重要的节点是2015年12306部署在飞天操作系统上，春运高峰分流了75%的流量；3) 从16Q2起，云服务增速开始逐步回落，但仍维持70%以上的水平。

云业务的跟踪重点在于重点项目与合作的落地，因为这些“标志性工程”验证云服务产品大规模部署的可靠性和稳定性。对于阿里云来说，12306的部署具有较强的业界示范效应，对于公司云业务收入的增速提速具有重要意义。

图9：阿里云季度收入及同比增速（单位：亿元）



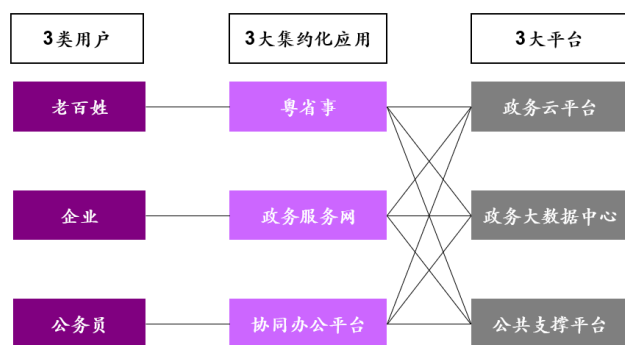
资料来源：wind，光大证券研究所

## 腾讯云的标杆项目是什么？

我们认为腾讯云的标杆项目是智慧政务及更广泛的智慧城市，逻辑有三条：1) 智慧政务的项目复杂度和协调难度高于企业项目，是对于腾讯云方案提供能力和服务稳定性的最佳试验场；2) 智慧政务覆盖的用户量比企业级应用高出几个量级，标杆意义和品牌影响力巨大，堪比阿里云的“12306项目”；3) 政府机构具有较强的支付能力，且对于政务智慧化的诉求与竞争不亚于私人部门，且方案具备高可复制性。

数字广东公司由腾讯与三大运营商共同投资成立，全面执行广东省数字政府改革“一号工程”。1) 智慧政府功能繁多、复杂度高、用户影响力大：根据公司官网披露，截至8月5日，全国首个集成民生服务微信小程序“粤省事”累计上线708项服务以及59种电子证照，其中617项实现“零跑动”，实名用户累计1462万，累计业务量2.4亿笔。2) 根据《省级政府网上政务服务能力调查评估报告》，1年时间内，广东省的网上政务能力由2017年的第4提升至2018年的第1。

图 10：数字广东“3+3+3”矩阵



资料来源：数字广东公司，光大证券研究所

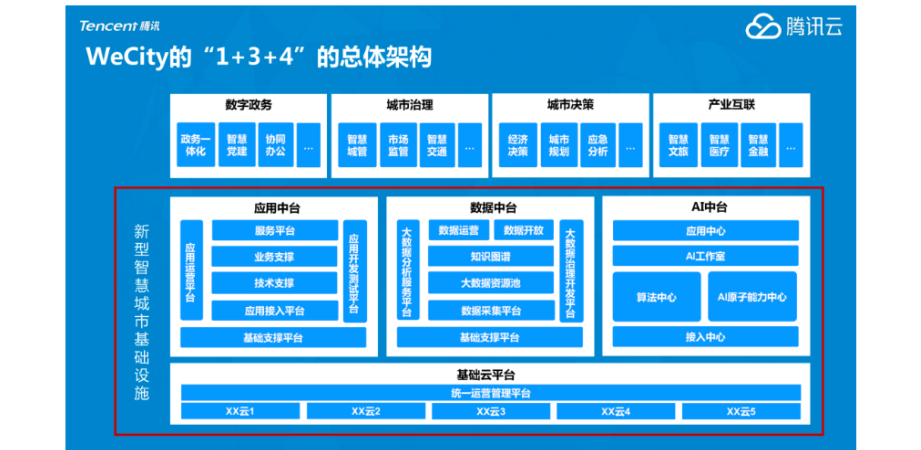
图 11：数字广东的全面服务能力



资料来源：数字广东官网

腾讯云发布智慧城市品牌“**WeCity 未来城市**”，首个项目为5.2亿元中标的长沙市城市超级大脑项目。1) “WeCity 未来城市”方案拥有“1+3+4”总体架构，即一朵基础云，三大中台(应用中台，数据中台，人工智能中台)，支持四大领域(数字政务、城市治理、城市决策、产业互联)；以云能力为基础重新定义未来城市居民、服务、空间场景；2) “智慧城市”是“数字政务”的延伸，实质上是成为政府领导城市发展的数字化助手；需要进一步纳入物联网、人工智能等技术能力，有能力提供全面解决方案的中国公司屈指可数，竞争格局较为明朗；3) 智慧城市后续长期服务的商业价值预计远超建设价值；“长沙城市超级大脑项目”标准成型期预计需要三年，而项目价值仅5.2亿，对于腾讯云的短期营收贡献并不大；但一旦标准形成，且智慧城市服务全面运转，其带来的商业运营价值空间是该城市交通、金融、文旅、医疗产业的总和。

图 12: WeCity 的“1+3+4”总体架构



资料来源：腾讯

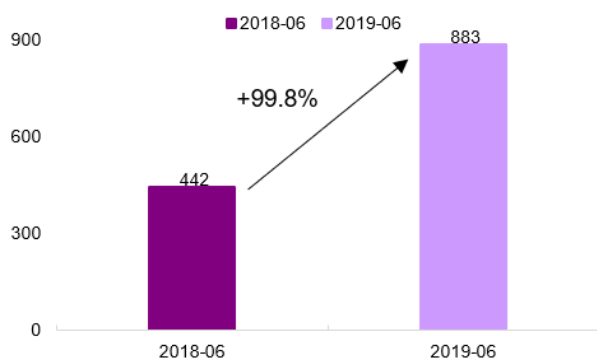
### Q3: 如何理解微信和小程序生态、以及未来变现模式?

**A3:** 中国流量红利见顶, 微信的生态价值有望逐步兑现。7 月更新的微信 OS 属性越发明显, 小程序是我们日常所需的社会功能的程序体现。微信和小程序的这种定位决定了其商业价值在未来将主要从 B 端获取, 其商业化的潜力取决于该生态创造的社会增量价值。参照 Windows/iOS 的商业逻辑, 我们推测如若变现, 其主要方式在于技术授权与提供支持服务获取订阅收入, 与我们对腾讯云业务的分析一致。

### 小程序生态快速发展 生态活跃度进一步提升

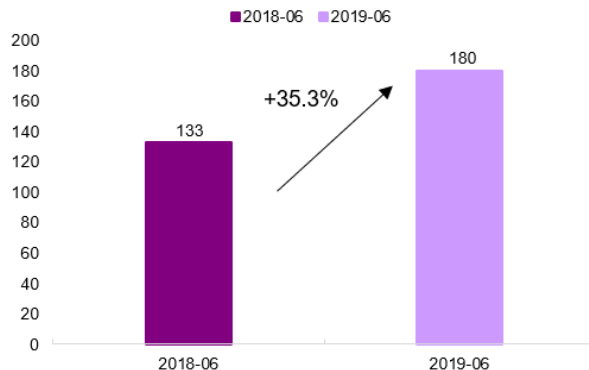
小程序生态已经形成开发者与用户协同增长的良好局面, 生态活跃度提升明显。1) 根据 QuestMobile 数据, 2018 年 6 月至 2019 年 6 月, 100 万量级以上的小程序数量增长 99.8%; 500 万量级以上的小程序数量增长 35.3%; 在 500 万量级的头部小程序中, 生活服务、移动购物、实用工具和移动视频为主要增长点; 2) 腾讯 2019 流量主大会发布数据, 2019 年 6 月小程序周使用次数+70%、人均使用个数+156%、支付人数+109%, 在高年龄段与低线城市加速渗透。

图 13: 微信小程序数量 (MAU>100 万)



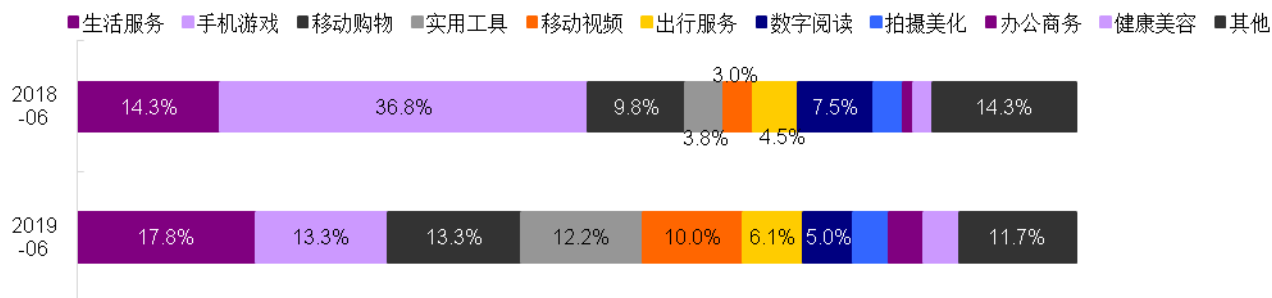
资料来源: QuestMobile

图 14: 微信小程序数量 (MAU>500 万)



资料来源: QuestMobile

图 16: MAU>500 万微信小程序行业分类占比变化



资料来源: QuestMobile

## 理解微信“操作系统”，及其与小程序之间的关系

微信越来越像“操作系统”，“操作系统”的定义是“管理计算机硬件与软件资源的计算机程序”；对这一概念进行延伸，微信实际上已经成为我们数字化生活和资源的管理平台：**1) 数字化社交资源**：微信月活 Q2 达 11.32 亿，中国的相当大部分的私人社交关系和工作社交关系均在微信平台上完成与沉淀；**2) 数字化公共服务资源**：如智慧政务（线上办事）和智慧医疗（线上挂号、病历管理）；**3) 数字化商业资源**：购物、打车、支付、金融服务等。

小程序生态将进一步成为社会功能的线上化载体，不断强化微信操作系统的功能性。从上节数据来看：1) 更多样化的社会功能以小程序为载体被用户使用，必然能够提高社会的运营效率和社会资源的使用效率，实质上为社会创造了增量价值；2) 头部小程序的娱乐属性逐步削弱，而工具属性逐步增强：生活服务、移动购物、实用工具等应用均具有较强的使用刚性与粘性，进一步强化了微信作为操作系统的功能性。

微信全局浮窗支持小程序，一次性最多支持 5 个，是微信操作系统战略的有克制的推进。作为操作系统，必然对于运行在其上的程序同时具有规范和支持职能，2019 年该系统为完善职能将有如下改进：**1) 规范性方面**：完善小程序评价体系，便于用户作出选择；**2) 支持性方面**：实现微信搜索直达、探索新的分发体系、推出一次性消息订阅能力，从而增强小程序的触达率；全局浮窗支持小程序，便于用户回流。

## 微信及小程序的变现逻辑：物联网时代的 iOS

如何给微信及小程序生态估值？承接上文的论述，我们提供一个新的思考角度：在 PC 和桌面互联网时代，Windows 操作系统成就了微软（2009 年全球市值最大科技公司）；在智能手机和移动互联网时代，iOS/App Store 成就了苹果（2019 年全球市值最大科技公司）；在物联网时代，微信作为数字化社会资源的操作系统，给腾讯带来的市值空间值得深入思考。

图 17：全球市值前十公司



资料来源：BCG 市值日期：2009 年为年末；2019 年为 4 月 10 日

落地到变现方式上，参照 Windows/iOS 的商业逻辑，我们推测微信若作为操作系统，其变现的主要方式在于技术授权与提供支持服务收取订阅费。1) Windows 在微软全面转向云服务提供之前主要通过商业授权变现，2005 年授权收入占比 30.3%；目前作为微软云服务整体解决方案的重要组成部分，以订阅的形式进行变现；2) iOS 本身免费，但以苹果产品独占的形式驱动苹果移动产品的销售获取硬件利润；在智能手机市场饱和后，基于 iOS 的生态苹果开始全面拓展服务收入，包括软件商店 App Store 分成收入、Apple Music 音乐订阅收入及 Apple TV 流媒体视频订阅收入等；3) 企业微信目前通过收取服务费形成收入；未来随着小程序商业化的推进，技术服务费、交易抽佣、金融服务费均是可能的变现途径。



## Q4：短视频的这场战役对腾讯有多重要？

**A4：**尽管 To B 业务是腾讯下一个十年的增长引擎，但 To C 业务是支撑腾讯大规模投入的战略大本营；短视频正在抢占用户时长和注意力，是腾讯不能输的一场战役，可能关系到腾讯 To C 业务的根本，仍需更有竞争力的短视频产品出现。

## 为什么短视频关系到腾讯 C 端业务的根本？

腾讯的 C 端业务收入来源，主要是互联网增值服务收入（包含游戏与社交网络）及互联网广告收入，这两类收入高度依赖于公司的活跃用户数量和用户使用时长。短视频应用的崛起已经明显挤占了用户时长份额；短中期内腾讯凭借强社交关系链和头部内容仍能够维持活跃用户数量，但仍在短视频领域具有重要的战略意义。

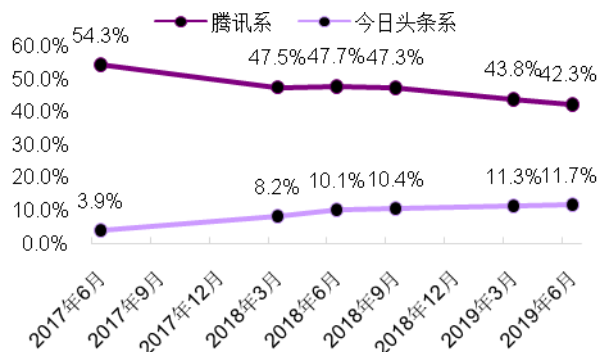
QuestMobile 数据显示，短视频仍在攫取用户使用时长，腾讯系产品的使用时长被进一步挤压。1) 2019 年 6 月短视频应用贡献了移动互联网月总使用时长增量的 65.4%，主要由“头条系”主导；而腾讯较为强势 MOBA 类仅贡献 16.8%；2) 从使用时长占比上看，2017 年 6 月至 2019 年 6 月，腾讯系 APP 的用户总使用时长占比从 54.3% 降至 42.3%，而头条系从 3.9% 增长至 11.7%，在用户使用时长的争夺上腾讯面临着来自头条系的竞争压力；3) 根据 QuestMobile 预测，短视频信息流广告市场规模将以高于信息流市场整体的增速增长，至 2021 年短视频信息流广告将占整体信息流广告大盘的 39.7%。

图 18：用户月使用时长增量 TOP10 细分行业（2019 年 6 月）



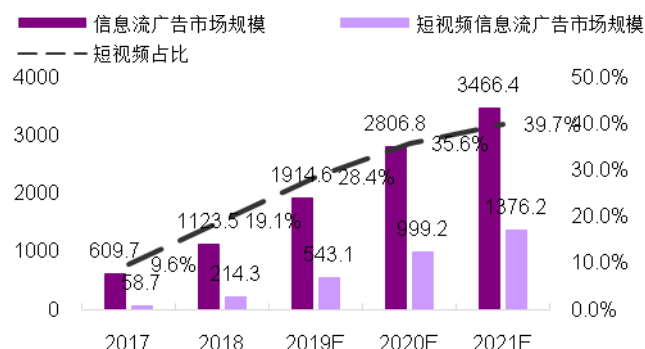
资料来源：QuestMobile 注：使用总时长增量=2019 年 6 月值-2018 年 6 月值增量占比=某细分行业总时长增量/移动大盘总时长增量

图 19: 互联网公司独立 APP 使用时长占比



资料来源: QuestMobile, 光大证券研究所整理

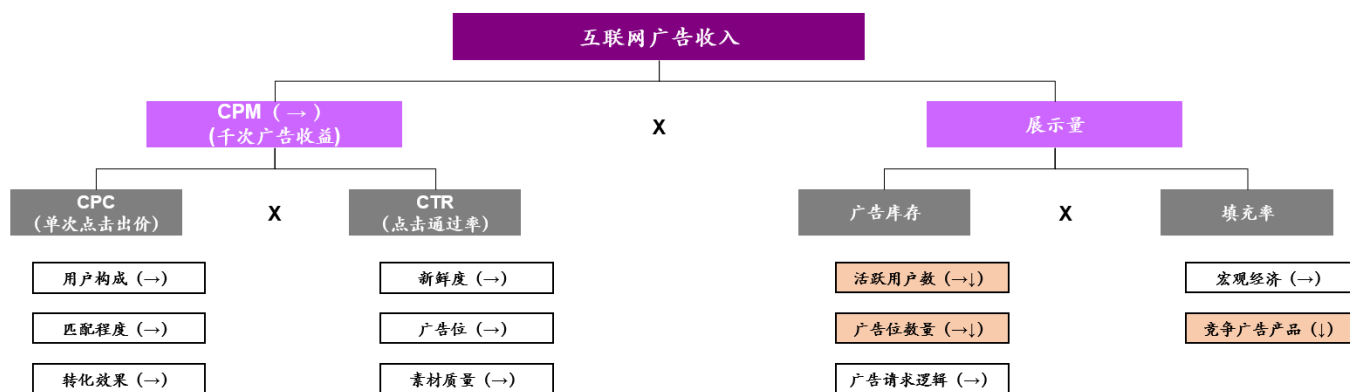
图 20: 中国移动互联网信息流广告市场规模趋势(单位: 亿元)



资料来源: QuestMobile, 光大证券研究所整理

对于广告业务来说, 腾讯在 CPM 上仍有稳定的定价权, 但展示量有可能受短视频冲击。1) 活跃用户量短期无虞, Q2 财报显示微信、QQ 月活用户数仍有增长; 2) 用户使用时长被挤压意味着广告位的减少, 但腾讯可以通过开放更多的朋友圈广告位、加大信息流广告变现力度短期对冲, 但长期仍有压力; 3) 在宏观经济增速下行期, 短视频广告库存的大幅增加提高了移动广告时长的整体库存水平, 可能会使得腾讯广告的填充率降低; 4) 短视频业务发力不足或因巨大的“机会成本”: 即短视频尽管暂时不会带来广告收入的下降, 但腾讯的广告收入连续两个季度不达预期, 且错过了短视频高速增长的黄金阶段及其变现机会。

图 21: 短视频对腾讯互联网广告收入影响示意



资料来源: 光大证券研究所整理注: 箭头方向为短视频对于该指标的影响方向

对于互联网增值服务来说, 短视频作为竞争性的娱乐产品, 其影响作用于用户数量和用户时长两方面。1) 腾讯的互联网增值服务业务短期内基本盘仍然稳健: 在游戏领域, 腾讯仍然把控着头部的游戏内容资源; 在长视频领域, 腾讯视频 Q2 订阅用户数量达 9690 万, 同比增长 30%, 环比增长 9%; 在直播领域, 腾讯与 NBA 续签了五年合作关系; 2) 中长期来看, 国内移动互联网用户数和用户使用市场已经基本见顶, 未来存量竞争将更加激烈, 短视频的冲击风险或将逐步体现。

图 22：短视频对腾讯广告数量影响示意



资料来源：光大证券研究所整理注：箭头方向为短视频对于该指标的影响方向

## 如何看待目前腾讯短视频的发展？

无论是通过内部孵化还是战略投资，腾讯在短视频领域需要以具备竞争力的产品构筑防线。短视频对于腾讯没有技术壁垒，其难点在于以独特的产品定位和价值主张来吸引创作者和用户，培育内容生态。

### 微视的发展为何不及预期？

腾讯的微视上线于 2013 年 9 月，早于抖音（2016 年 9 月），略晚于快手（2012 年 11 月）。回顾腾讯短视频发展历史，腾讯历史上共发布近 20 款短视频应用，包含了 PGC/UGC/PUGC 等众多品类；短视频业务上对于腾讯并不存在技术壁垒。

短视频应用的核心竞争要素是优质内容的持续、大量产出，其次才是分发逻辑和匹配能力。1) 分析抖音和快手的产品定位和价值主张：抖音为“记录美好生活”，产品定调于“美好”；而快手为“记录世界记录你”，产品定调于“真实”；两者形成了差异化的竞争，这也是两者能够同时高速增长的重要原因；2) 成功短视频产品的相似之处在于降低内容创作门槛、鼓励优质内容产出：抖音和快手的宣传口号所包含的关键要素是“记录”与“生活”，降低了用户创作的心理门槛；并通过提供人工智能加持的在线编辑工具降低创作的技术门槛，最终推动内容的产出。相较之下，而微视的产品定位“发现更有趣”更侧重分发逻辑，并且“有趣”的定调并不能与抖音、快手形成差异化竞争，难以吸引用户和创作者的转移。

图 23：抖音、快手、微视产品定位示意



资料来源：百度

表 3：腾讯历史短视频产品

APP	上线日期	产品形态	内容运营方法	特性
微视	2013.09	竖屏	UGC	重新上线后重金打造,明星代言,《创造101》引流,30亿元补贴用户,嵌入微信
企鹅看看	2015.11	横屏+竖屏	PGC	起初为视频播放APP,后加入个性化短视频推荐功能
闪咖	2016.08	横屏+竖屏	UGC	针对年轻人,主打10秒大片录制,音乐秀,对口型表演,具备实时美颜处理能力。
猫饼	2016.11	横屏	UGC	具有强大视频剪辑功能,独创一键鬼畜循环,后期偏Vlog,强调“高端生活圈”调性。
QIM	2017.08	竖屏	UGC	主打拍照和短视频,主界面下方仅有三个按钮,特别突出了拍照功能
MOKA	2017.12	横屏	UGC	短视频剪辑软件,主打15秒短视频,提高丰富剪辑库和搜索功能,零门槛
DOV	2018.01	竖屏	UGC	三大功能,“日迹”类似朋友圈、“相机”突出短视频、“信息”为基础聊天
音兔	2018.01	横屏+竖屏+方屏	UGC	走技术流路线,本身不带社交属性,偏向于纯粹的短视频制作工具
腾讯云小视频	2018.05	横屏	UGC	主打短视频编辑功能,可简便、快速剪辑,滤镜丰富,支持多个视频的合成和剪辑
下饭视频	2018.05	横屏	PUGC	快报部门的战略级产品,聚焦1-5分钟短视频,对标西瓜视频,也是分频道信息流推荐
速看视频	2018.04	横屏	UGC	追剧软件,主打“省时间”,邀请影视解说大咖坐镇,将几小时的影片浓缩成几分钟速看
腾讯时光	2018.05	竖屏	UGC	定位于“朋友圈长视频照片配乐神器”,自带社交属性,更像是短视频版的QQ空间
MO声	2018.06	竖屏	UGC	提供创意配音为主的玩法,以期用户获得沉浸式配音体验
火锅视频(原YOO视频)	2018.11	横屏+竖屏	PUGC	战略级短视频应用,有papi酱、深夜徐老师、非人哉等头部博主入驻
酱油	2018.11	竖屏	PUGC	游戏社区,主打60秒游戏短视频,以短视频进行游戏个性化推荐,邀请知名游戏UP主进驻
哈皮	2018.11	竖屏	PUGC	以搞笑幽默为主,由QQ浏览器团队出品,和“皮皮虾”十分相似
时刻视频	2018.12	竖屏	PUGC	与微信新版一起推出,成为微信朋友圈的补

充

资料来源：36kr

### 腾讯的短视频战略推演

参考腾讯在电商领域对于京东、拼多多等公司的投资历史，我们推测除了腾讯将继续在微视上做尝试；亦或将战略投资短视频头部公司加业务资源注入的形式在公司体外建立短视频防线。

以2014年战略入股京东为标志性事件，腾讯基本退出电商业务。1) 2014年以前，腾讯通过内部培养（拍拍）和外部收购（易迅）的方式先后探索过C2C电商与3C自营电商，倾注了较多的公司资源但未能取得市场领先地位；2) 2014年，腾讯战略入股京东，并将QQ网购、拍拍的电商和物流部门并入京东；腾讯基本退出电商业务；3) 此后，腾讯在电商领域的布局基本都以战略投资和流量资源导入为主，包括与京东联合投资唯品会、战略投资拼多多并允许拼多多在微信体系内裂变获客、为京东开辟排他性微信一级入口等。

表4：腾讯电商领域重要事件

时间	事件	涉及业务
2006年	上线并运营腾讯拍拍	C2C 电商
2012年	全资收购易迅	3C 电商（主要）
2014年	战略入股京东 15%：双方整合电商资产，腾讯支付 2.14 亿美元现金，并将 QQ 网购、拍拍的电商和物流部门并入京东。易迅继续以独立品牌运营，京东会持易迅少数股权，未来腾讯还将以招股价认购京东额外 5% 股份。	全品类电商
2016年	B 轮投资拼多多	拼购电商
2017年	与京东联合投资唯品会，持股 12.5%	品牌折扣电商
2018年	战略投资拼多多（领投）	拼购电商
2019年	为京东开辟排他性微信一级入口	全品类电商

资料来源：光大证券研究所整理

腾讯目前将微视短视频作为战略级产品，倾斜较多资源打造；若仍不能取得理想效果，可能会参考电商业务路径，转向以战略投资形式构筑外部防线。1) 与19年以前公司每月推出1款短视频产品的节奏不同，公司目前对微视在技术支持、内容培育、精准推送算法等方面按战略级产品进行打造；当三者均达到既定的内部标准时，腾讯将不遗余力进行推广，目前产品推出进度仍不明朗；2) 腾讯在快手的D轮和E/E+轮中持续投资，具有布局基础；若后续微视的市场反响仍不及预期，腾讯可能会参考电商业务的整合重组路径，寻求在体外构筑短视频业务防线。



## Q5: 公司营销费用率 18Q3 以来降幅较大, 是否意味着增长驱动力的下滑?

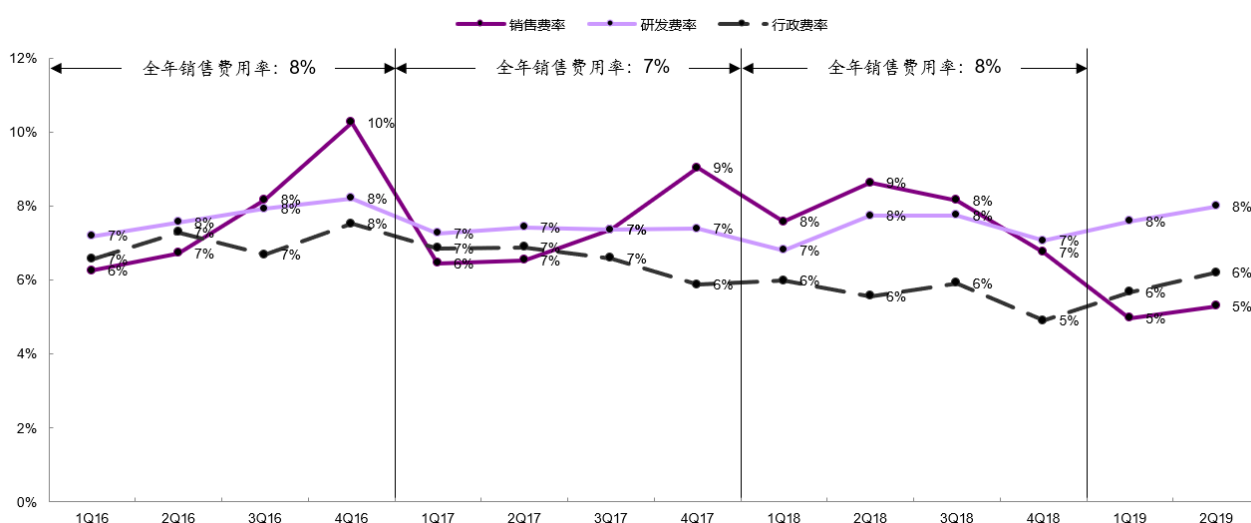
**A5:** 参考 2016 年至今的营销费用率变化, 腾讯的销售费用尚在合理区间波动。对于腾讯而言, 营销只是驱动业务发展的动力之一; 公司并未削减在研发上的投入, 保证了未来坚实的产品储备。此外, 腾讯坚实的流量基本盘和日渐增强的流量分发能力提高了营销成本的内部化程度。

销售费用在历史合理区间内波动。销售费用的短期波动取决于当期的经营决策, 长期来看销售费用的投入由于经验的不断积累将更加理性, 投入效率亦有提升可能。1) 例如, 16 年 Q1-Q4, 公司销售费用率由 6% 逐季提高至 10%, 并在 17Q1 回落至 6%; 18Q2-19Q2, 销售费用率由 9% 回落至 5% 并企稳, 无论从波动区间还是从波动幅度来说都处于正常水平; 2) 以年度周期观察, 2016-2018 年公司的销售费用率分别为 8%、7% 和 8%, 存在年度间的小幅波动, 2019 年可能为销售费用的自然“小年”。

忽略商业环境的变化, 以历史的销售费用率水平线性外推可能会造成误判。1) 我国宏观经济增速亦处于下行期, 全社会的广告投入支出均在放缓; 2) 我国移动互联网的高速发展期已经基本结束, 用户数量和用户时长均已见顶, 行业发展的逻辑由大量销售费用 (如用户补贴) 投入支持下的跑马圈地阶段进入打磨产品精细运营的阶段; 在这一阶段维持历史上的高强度销售投入并不明智; 3) 根据管理层披露, 本季度销售费用的下滑主要是支付业务补贴下降, 但 Q2 金融科技与企业服务业务的增速 (YoY+57%, 剔除备付金利息收入) 并未受明显影响。

腾讯成长的核心驱动力是新的产品, 反映对于产品投入的研发费用率并未下降。1Q16-2Q19, 公司的研发费用率始终维持于 7-8% 的水平; 结合上文对于公司在云业务及微信生态的发展动态跟踪, 我们认为公司未来赖以成长的产品储备依然丰富。

图 24: 1Q16-2Q19 各项经营费率变化

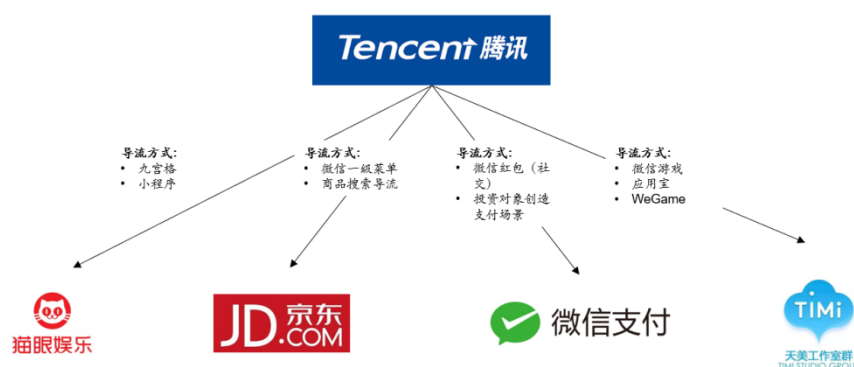


资料来源: 公司公告



腾讯的产品推广并不依赖于向外部“买量”，腾讯本身就是“量”；这意味着大量营销成本的内部化。1) 有必要厘清“用户时长”与“用户流量”的区别：尽管腾讯正在失去用户时长份额，但微信 MAU 达 11.3 亿、QQ MAU 达 8.1 亿，腾讯仍然是中国活跃用户数量最大的互联网公司；2) 腾讯作为最大流量方帮助产品实现现象级成长的案例屡见不鲜：如微信支付凭借“红包”创新，跨过支付宝依托大量淘宝交易形成的壁垒成为中国前二在线支付工具，并仍在高速增长；拼多多依靠微信拼单模式迅速成为中国用户量第二的电商平台；猫眼依托微信导流成为中国第一大在线电影票务平台；3) 腾讯的用户基本盘相当稳定，未来的流量分发方式将更加多样与精细；而流量分发能力越强，营销成本的内部化程度就越高，相应营销费用率就有下降可能性。

图 25：腾讯向体系内产品导流示意



资料来源：光大证券研究所

## 2、Q2 业绩点评：收入低于市场预期，期待 Q3 游戏收入释放与宏观经济增速寻底

2Q19 公司实现营收 888 亿元人民币，同比增长 21%，低于市场预期的 934 亿元。归母净利润 241 亿元，同比增长 35%。Non-GAAP 归母净利润 235 亿元，同比增长 19%。

增值服务业务收入同比增长 14%至人民币 481 亿元。

-**网络游戏收入**同比增长 8%至 273 亿元；该增长主要来源于现有手机游戏如《王者荣耀》、《PUBG MOBILE》及《红警 OL》等；《完美世界手游》对 Q2 游戏收入亦有贡献，但 PC 端游的下跌抵消了手机游戏带来的增长。

-**社交网络收入**同比增长 23%至人民币 208 亿元，主要由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务的收入增长，付费用户同比增长 10%至 1.689 亿。其中，腾讯视频付费用户同比增长 30%至 9690 万，主要受 Q2 与战略合作伙伴携手推出联合会员优惠及自制国漫《斗罗大陆》拉动。

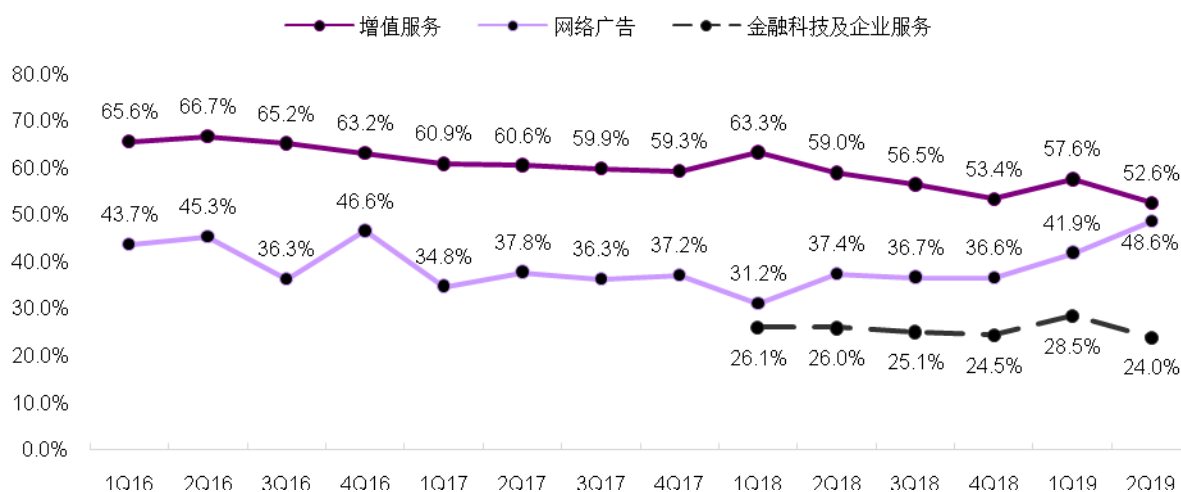
网络广告业务收入同比增长 16%至人民币 164 亿元，环比增长 23%。

-**媒体广告收入**同比下滑 7%至 44 亿元，主要得益于移动端视频日活跃账户数稳定，带动腾讯视频应用内信息流广告同比与环比均有显著增长。但由于部分热门剧集延后播映，加之缺乏去年 FIFA 世界杯的带动，导致广告招商收入同比减少。

-**社交及其他广告收入**增长 28%至 120 亿元，主要得益于广告库存及曝光量提升，例如微信朋友圈第三个广告位全量开放。

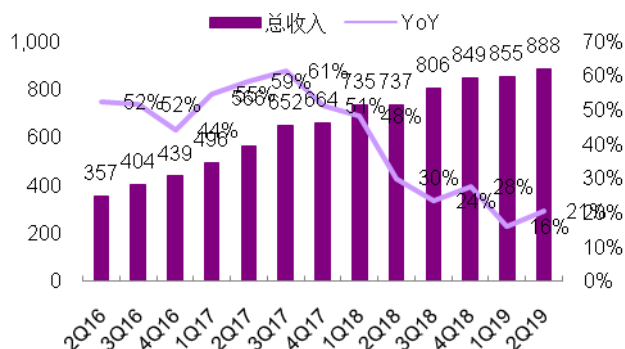
金融科技及企业服务业务同比增长 37%至 229 亿元，剔除去年同期备付金余额的利息收入同比增长 57%。

图 26：2016Q1-2019Q2 各业务分部毛利率情况



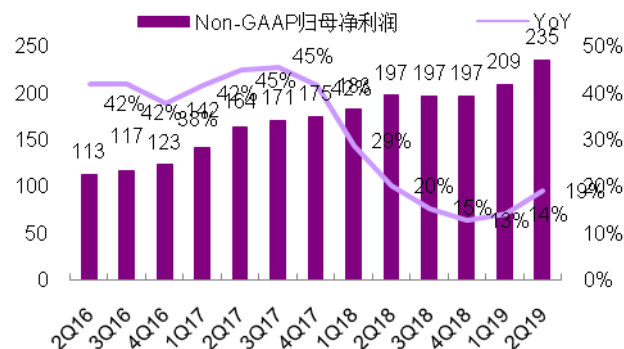
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 27: 2Q16-2Q19 收入及增速 (单位: 亿元人民币)



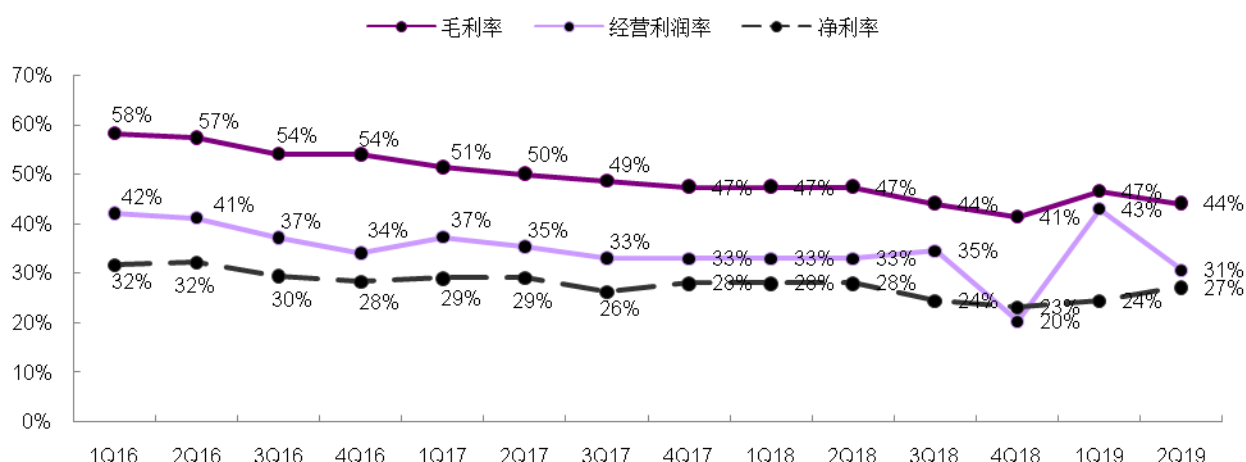
资料来源: 公司公告

图 28: 2Q16-2Q19 Non-GAAP 归母净利润及增速 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告

图 29: 1Q16-2Q19 毛利率、经营利润率、净利率变化



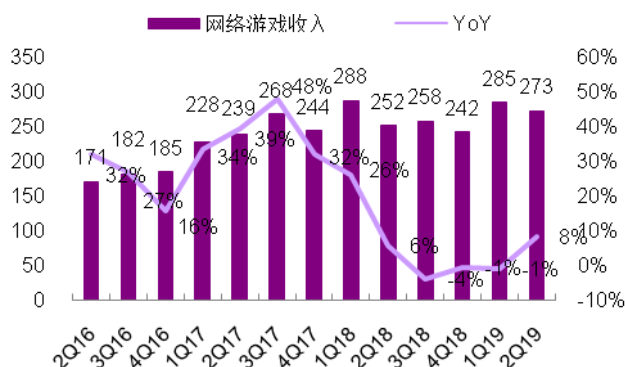
资料来源: 公司公告 (注: 净利率为非通用会计准则, 归母口径)

## 2.1、网络游戏增速回暖，期待 Q3 进一步好转

### 2.1.1、2Q19 网络游戏收入 273 亿元，同比增长 8%。

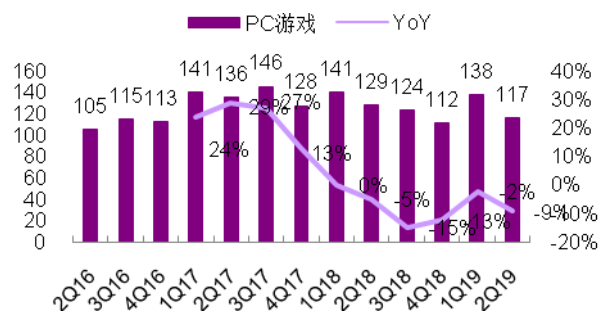
- 1) 端游收入 117 亿元，同比下降 9%，环比下跌 15%；Q2 通常是游戏淡季且公司暂时调低 DNF 商业化程度。《英雄联盟》加强了电竞主题的皮肤销售，流水收入同比增长；6 月份推出了自走棋模式《云顶之弈》处于国际领导地位。《地下城与勇士》本季重点在于提升用户体验，商业化程度有所降低。
- 2) 手游收入 222 亿元，同比增长 26%，主要受益于现有主要游戏及最近推出游戏市场反响良好；环比增长 5%。1) 版号恢复审批后公司游戏发行量增加，抵消了淡季影响：本季发布 10 款新游戏（Q1 仅 1 款），包括自研 AR 游戏《一起来捉妖》，及自研 RPG《妖精的尾巴》、《拉结尔》；2) 《完美世界手游》三月上旬发布后迅速成为中国最高收入的手游之一，首月流水超 10 亿，为公司 Q2 收入带来重大贡献；目前在国内 iOS 游戏畅销榜仍排名第 14；3) 《和平精英》五月推出，DAU 超过 5000 万，成功商业化并推出季票，目前在国内 iOS 游戏畅销榜排名第 2，仅次于《王者荣耀》；但由于收入递延影响，该游戏的 Q2 列报收入不在公司的游戏 TOP10。
- 3) 流动负债项下的递延收入在 Q2 末达 508 亿元，同比增长 25%，绝对值为历史新高，季度同比增速为 18 年以来新高。递延收入体现了公司重磅游戏较强的货币化能力，为 Q3 及之后季度的收入增速提供了保障。

图 30：2Q16-2Q19 网络游戏收入&增速（单位：亿元人民币）



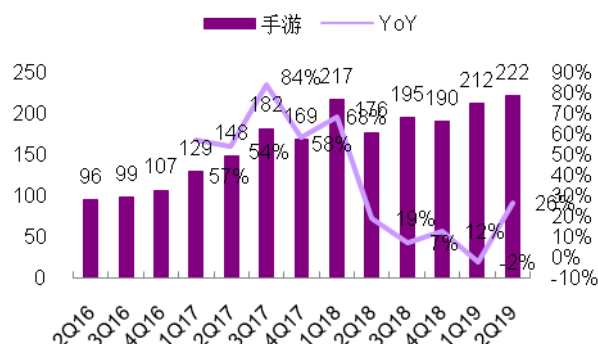
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 31：2Q16-2Q19 端游收入&增速（单位：亿人民币）



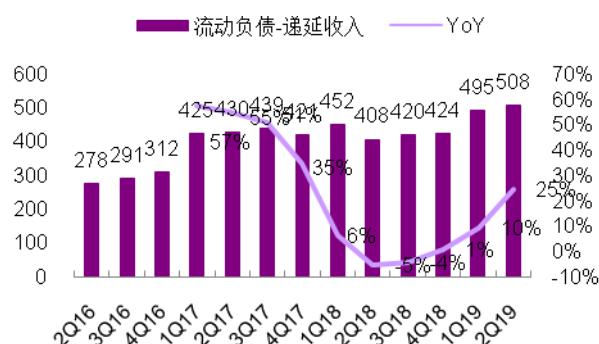
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 32: 2Q16-2Q19 手游收入&amp;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 33: 2Q16-2Q19 公司递延收入&amp;增速(单位: 亿元人民币)

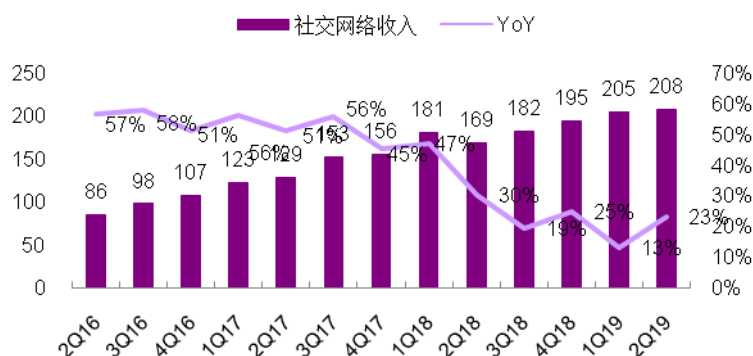


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

## 2.2、数字内容: 全内容平台已显现协同效应, 短视频尚在蓄力

社交网络收入增长 23%至 208 亿元, 主要由于直播服务及订购视频流媒体等数字内容服务的收入增长。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。受视频及音乐服务订购数增加带动, 公司收费增值服务订阅账户数同比增长 13%至 1.689 亿个。

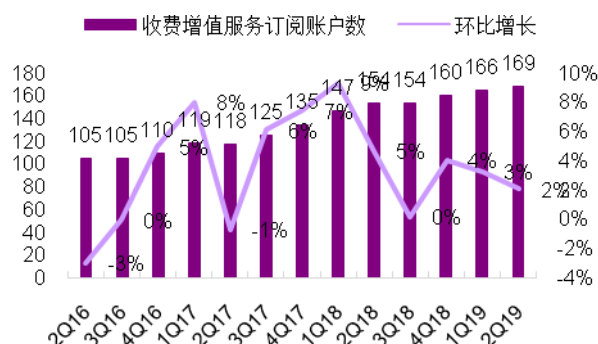
图 34: 2Q16-2Q19 社交网络收入 (亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

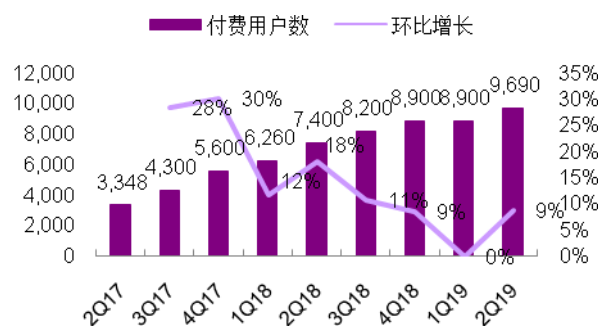
自制国漫、综艺和独家 NBA 内容构筑了腾讯视频全内容平台。腾讯视频订购用户数达 9690 万, 同比增长 30%, 环比增长 9%。Q2 公司通过与战略合作伙伴 (例如美团外卖、喜马拉雅) 推出联合会员加大了腾讯视频会员的推广力度; 自制国漫《斗罗大陆》、自制综艺《创造营 2019》及独家体育内容 NBA 共同保障了用户的维持和拉新。

图 35: 收费增值服务订阅账户数 (单位: 百万个)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 36: 腾讯视频付费用户数 (单位: 万人)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

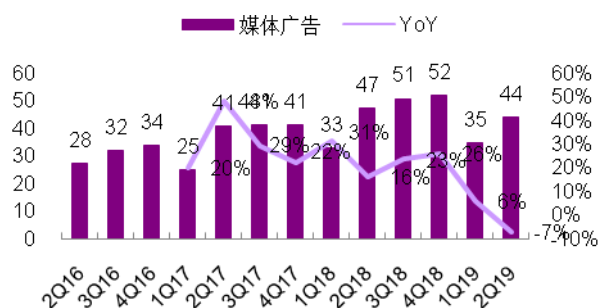
## 2.3、网络广告: 宏观经济尚未见底, 营收增速不达预期

**2Q19 网络广告收入 164 亿人民币, 同比增长 16%, 不及市场预期。**宏观经济增速的下行使得广告主的广告投放更加谨慎, 尤其是汽车、地产和互联网行业的广告预算削减较多。根据 CTR 数据, 2019 年上半年中国整体广告市场下降 8.8%, 互联网广告市场下降 4.3%。

**媒体广告收入 44 亿元, 同比下降 7%, 主要由于信息流广告有所增长。**在视频广告方面, 部分热门剧集延播及今年没有 FIFA 世界杯级别的重磅体育内容, 减少了视频广告库存, 导致了广告招商收入的减少。

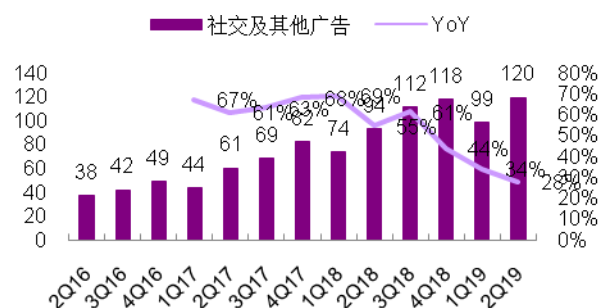
**社交及其他广告收入 120 亿元, 同比增速 28%, 受益于广告库存和曝光量的提升。**2019Q2, 朋友圈第三条广告位已全量放开, 我们认为微信社交广告的需求较为饱满, 整体广告填充率保持高位, 预计朋友圈广告点击率将保持健康水平。

图 37: 2Q16-2Q19 媒体广告收入 (亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 38: 2Q16-2Q19 社交广告收入 (亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理



## 2.4、金融科技与企业服务：整体保持较高增速

**19Q2 金融科技及企业服务业务同比增长 37%至 229 亿元，占总收入比为 26%，是公司的第二大收入分部。**增长主要受商业支付、其他金融科技服务（如小微贷款）及云业务的共同推动。剔除 2018 年同期备付金余额的利息收入，金融科技及企业服务收入同比增长 57%。

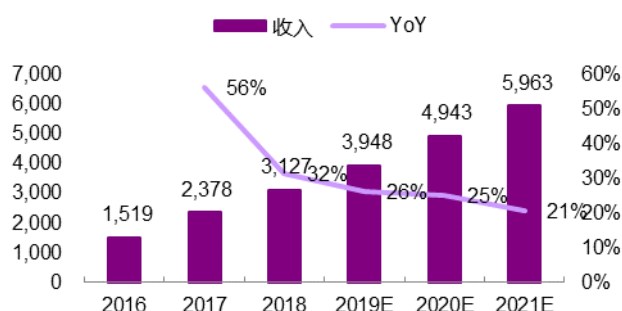
**金融科技服务：**商业支付用户数、商户数及收入均迅速增长，推动该分部的收入增长。截至 Q2 末，公司财富管理平台“理财通”的总客户资产达人民币 8,000 亿元，用户逐步习惯于将资金留存在公司支付系统内，降低了用户使用公司支付系统的资金流转成本，减少了公司的提现收入及银行手续费，有助于未来利润率回升。

**企业服务：**Q2 公司扩大销售团队并扩充产品类型，云服务收入同比稳健增长。1) 标志性的大型客户包括金融行业客户及政务领域客户等，获得了国内大型保险公司、银行及证券公司的关键合约，包括人保集团、交通银行及海通证券；2) 公司通过独立软件开发商及代理商加速对于中小企业客户的渗透，打造行业级的解决方案；根据腾讯的合作伙伴东华软件（002065.SZ）披露，其与腾讯云在智慧医疗、智慧城市和智慧金融等领域展开深度战略合作：**智慧医疗方面**，双方发布“一链三云”战略和“六大解决方案”；**智慧城市方面**，双方共同发布了“Harrydata”大数据平台和“东华智慧城市超级大脑”等产品，联合腾讯云启动粤港澳大湾区人才基地部署与市场开发；**智慧金融方面**，东华与腾讯云在互联网金融领域展开深度合作，合力打造金融智汇平台，并在银企聚合平台、企业核算服务平台、金融大数据平台上实现和腾讯云技术与业务上的对接。

### 3、盈利预测&投资建议

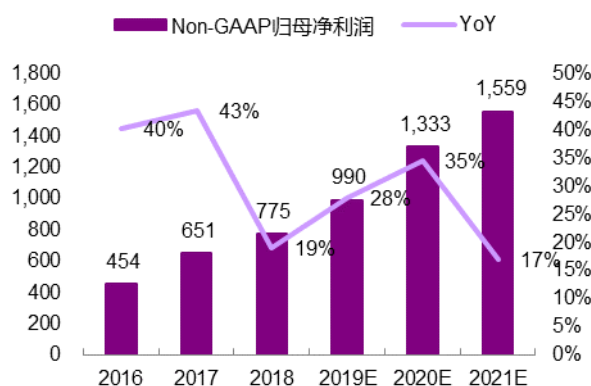
公司因尚未确认收入的游戏流水产生的递延收入规模创历史新高，预计《和平精英》等重要游戏的流水将于 Q3 起贡献收入和利润，成为公司业绩的重要支撑点；网络广告及数字内容业务收入增速受宏观经济增速下行及短视频的崛起或将继续承压；云业务值得期待但大规模贡献业绩尚需时间。我们维持公司 19/20/21 年收入预测 3,948、4,943、5,963 亿元人民币，Non-GAAP 净利润分别为 990、1,333、1,559 亿元；维持“买入”评级。

图 39：2016-2021E 收入及增速（亿元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 40：2016-2021E Non-GAAP 归母净利润及增速（亿元人民币）



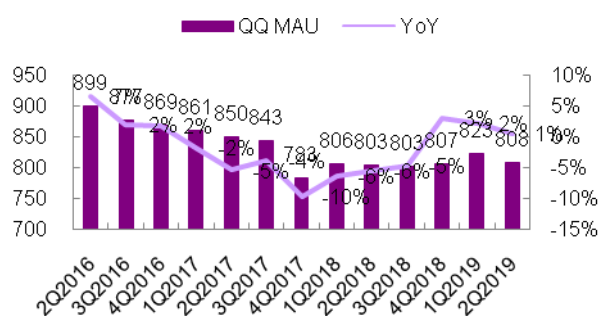
资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

### 4、风险提示

- 1) 宏观经济增速下行趋势尚未见到明显企稳迹象，公司广告业务预计将持续承压；
- 2) 中国移动互联网用户数及用户时长基本见顶，对于公司游戏、数字内容和广告业务均有负面影响；
- 3) 金融科技及企业服务业务面临来自海外云服务巨头如 AWS、微软，以及国内具有先发优势的阿里云的竞争；
- 4) 收入及利润的增速下行可能对公司估值产生一定压力。

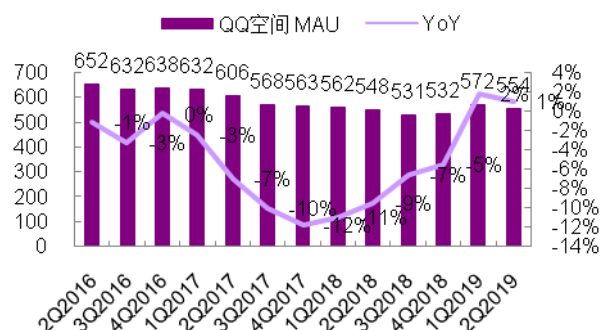
## 5、附录：核心平台数据

图 41：2Q16-2Q19 QQ MAU 及增速（百万人）



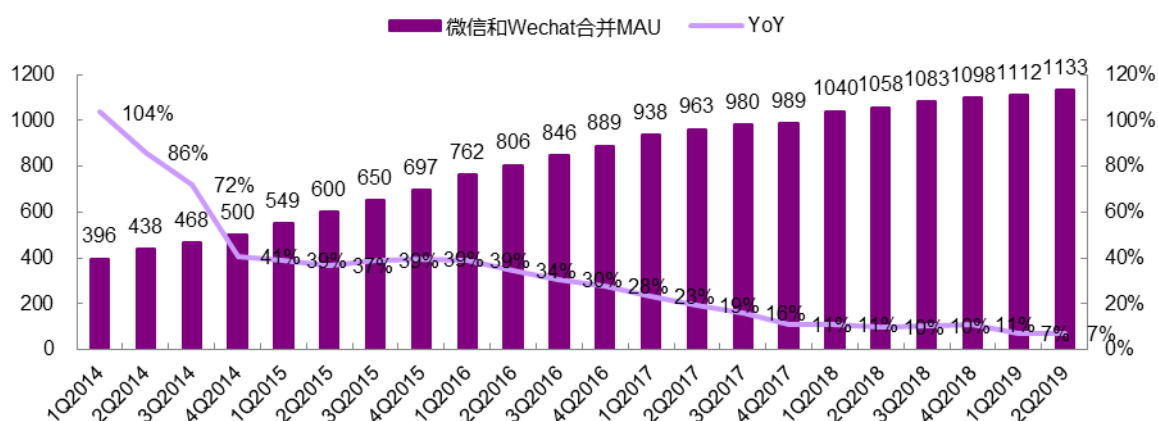
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 42：2Q16-2Q19 QQ 空间 MAU（百万人）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 43：1Q14-2Q19 微信和 Wechat 合并后 MAU 及增速（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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,378	3,127	3,948	4,943	5,963
营业成本	-1,208	-1,706	-2,174	-2,646	-3,201
利息收入	39	46	55	69	78
其他收益净额	201	167	118	148	119
销售及市场推广开支	-177	-242	-340	-426	-477
一般及行政开支	-331	-415	-513	-643	-775
经营利润	903	976	1,094	1,446	1,706
财务成本净额	-29	-47	0	0	0
分占联营公司及合营公司亏损	8	15	0	0	0
除税前盈利					
所得税开支	-157	-145	-164	-217	-256
期内盈利	725	800	930	1,229	1,450
归母净利润	715	787	902	1,193	1,450

资产负债表 (亿元 RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	5,547	6,366	7,851	9,662	16,872
现金、现金等同及短期投资	1,429	1,778	2,669	3,503	-25,122
应收账款与票据	165	218	275	344	415
库存	3	4	5	6	8
其他短期资产	187	246	311	389	469
总计流动资产	1,784	2,246	3,260	4,243	-24,230
财产、厂房及设备, 净值	319	394	459	533	614
长期投资	1,385	1,529	1,777	2,350	37,749
其他长期资产	2,058	2,197	2,355	2,535	2,739
总负债	2,776	3,425	4,101	4,855	10,832
应付与应计账款	892	1,261	1,617	1,957	2,361
短期债务	204	226	262	347	5,572
其他短期负债	421	554	700	876	1,057
总计流动负债	1,517	2,041	2,579	3,180	8,990
长期债务	1,115	1,226	1,349	1,483	1,632
其他长期负债	144	158	174	191	211
总股东权益	2,771	2,940.67	3,749.56	4,806.86	6,039.61
股本与资本公积	222	122	122	122	122
留存收益	2,027	2,731	3,540	4,597	5,830
其他股东权益	312	68	68	68	68
少数/非控制性权益	210	21	21	21	21

现金流量表 (亿元 RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,178	1,324	1,468	1,805	2,142
净利润	715	787	902	1,193	1,450
折旧、摊销	97	134	160	208	259
非现金营运资本变动	356	390	378	368	432
非现金项目	10	13	28	37	0
投资活动产生现金流	-1,378	-492	-631	-1,035	-896
固定及无形资产变动	-202	-266	-296	-371	-447
长期投资净变动	-467	-144	-248	-573	-353
收购与剥离净现金	-709	-83	-87	-91	-96
其他	0	0	0	0	0
融资活动现金流	408	-483	54	65	2
已付股利	-80	-96	-121	-172	-218
债务(偿付)所得现金	224	133	159	219	200
股权(回购)现金	49	-100	0	0	0
其他融资活动	215	-419	16	17	19
净现金流	208	349	891	835	1,249

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	56.5%	31.5%	26.3%	25.2%	20.6%
净利润增长率	76.3%	10.4%	16.2%	32.2%	18.0%
Non-GAAP 净利润增长率	43.4%	19.0%	27.9%	34.6%	16.9%
EBITDA 增长率	43.4%	0.1%	20.3%	33.0%	23.1%
EBIT 增长率	32.7%	15.3%	20.5%	33.6%	22.8%
<b>估值指标</b>					
PE	42	39	28	21	18
PB	11	10	8	6	5
EV/EBITDA	41	41	34	26	21
EV/EBIT	56	49	40	30	25
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	49.2%	45.5%	44.9%	46.5%	46.3%
EBITDA 率	37.7%	28.7%	27.4%	29.1%	29.7%
EBIT 率	27.9%	24.4%	23.3%	24.9%	25.3%
税前净利润率	37.1%	30.2%	27.7%	29.3%	28.6%
税后净利润率 (归属母公司)	30.5%	25.6%	23.6%	24.9%	24.3%
ROA	13.1%	12.6%	11.8%	12.7%	8.6%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.2%	27.2%	24.8%	25.6%	24.0%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.2	1.1	1.3	1.3	1.5
速动比率	1.05	0.98	1.14	1.21	1.35
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS(人民币元)	7.60	8.28	10.37	13.95	16.31
EPS(港元)	8.56	9.33	11.56	15.55	18.19
每股红利(人民币元)	0.85	1.01	1.26	1.80	2.28

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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, 本公司的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, 本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。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼