

腾讯控股 (00700)

巨人的进击——腾讯控股：互联网分析方法论及被市场忽视的货币化能力提升

2020年01月20日

买入（维持）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 张飞鹏

021-60199793

zhangfp@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	312,694	373,050	467,790	578,440
同比（%）	31.5%	19.3%	25.4%	23.7%
归母净利润（百万元）	78,719	93,561	118,594	148,764
同比（%）	10.1%	18.9%	26.8%	25.4%
每股收益（元/股）	8.2	9.8	12.4	15.6
P/E（倍）	42.4	35.7	28.2	22.5

投资要点

- 不同于传统行业公司的分析方法，互联网公司的研究有其特性：**投资者在研究传统行业的公司时，通常可以通过资产负债表的角度进行分析，例如通过产能扩张判断业绩变化，通过资产属性判断竞争优势，通过库存情况判断行业周期等等。但互联网公司的有形资产同质化，估值中无形资产占比高，且不会在资产负债表上体现。这因此导致传统企业的分析方法难以适应互联网公司。我们根据互联网公司商业模式的共性，提供一个互联网公司的分析框架。
- 用户是互联网公司的核心资产，但在获取用户和用户变现的效率层面上存在显著差别。**互联网公司商业模式有其共性，一方面是用户的获取（资产的规模），另一方面是用户的变现（资产的盈利能力）。不同的互联网公司在这两个方面都存在显著差别。影响用户获取的因素包括用户与流量的区别、需求对应用户规模的天花板、用户的获取和留存难度等，用户变现方面，主要的影响因素包括用户有效使用时长、用户生命周期长短、商业模式离交易端的远近以及服务深度等。不同互联网公司在上述两个方面的差别造成了显著的市值差距，同一家公司在这两个方面的持续变化决定了公司基本面的发展走向。
- 头条系影响了腾讯系的用户使用时长，但腾讯货币化能力的提升却未被充分关注：**用户使用时长的下跌已经成为市场不看好腾讯的最直接证据，但这个论断实际上忽略了重要的前提：只有在业务的货币化能力不发生变动的情况下，用户使用时长的下跌才可以说明公司变现能力在减弱。其实对于腾讯而言，当前已经有货币化能力更强的业务开始支撑起公司业绩的增长——支付业务。根据我们的测算，在公司当前的流水规模下，支付业务的费率每提升万分之一或补贴每缩减万分之一就能贡献约30亿元的税前利润，商业支付流水体量的增大和支付费率的提升将增大公司的业绩弹性，使公司业绩增速大幅提高。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计2019-2021年，腾讯将实现归母净利润935.61/1185.94/1487.64亿元，同比增长18.9%/26.8%/25.4%，对应PE分别为35.70/28.17/22.45倍。我们与市场最大的不同在于金融科技的业绩弹性，我们认为随着支付业务的补贴减少和费率提升，公司业绩会恢复到25%以上的增长，股价将迎来业绩与估值的双击。给予腾讯2020年对应35倍的估值，则对应股价492.1港币/股。我们看好腾讯强大的生态体系对用户资产的把控，当前腾讯增长引擎切换，货币化能力更强的业务将助力腾讯对用户资产的变现。维持腾讯“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧，行业政策风险，新产品上线不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	396.00
一年最低/最高价	312.20/413.00
市净率(倍)	8.19
港股流通市值(百万港元)	3782835.65

基础数据

每股净资产(元)	42.29
资产负债率(%)	48.43
总股本(百万股)	9552.62
流通股本(百万股)	9552.62

相关研究

- 《腾讯控股(00700)：游戏呈现复苏，金融科技成收入增长新引擎》2019-11-14
- 《腾讯控股(00700)：新游戏带动手游回暖，金融科技蓄势待发》2019-08-16
- 《腾讯控股(00700)：游戏曙光再现，To B业务快速发展》2019-05-16

内容目录

1. 为何传统行业公司的分析方法难以适用于互联网？	4
2. 从商业模式找寻互联网公司的分析方法	5
2.1. 用户的获取：互联网公司的护城河	6
2.1.1. “用户”的定义：要“用户”而不是“流量”	6
2.1.2. 需求对应用户规模的天花板	6
2.1.3. 获取和留存用户的难度	7
2.2. 用户的变现	11
2.2.1. 用户有效使用时长	11
2.2.2. 用户生命周期长短	11
2.2.3. 商业模式离交易的远近与服务深度	12
2.2.4. 小结	13
3. 腾讯的竞争优势分析与变化：解析金融科技业务的增长弹性	15
3.1. 用户获取	16
3.2. 用户变现	17
3.3. 头条系影响了腾讯系用户时长，但腾讯系货币化能力的增强却未被注意到	17
3.4. 市场为何低估了支付业务的变现能力？	19
3.5. 金融科技业务的构成	20
3.5.1. 理财通	20
3.5.2. 微粒贷导流	21
3.5.3. 备付金利息收入	21
3.5.4. 微信支付	21
3.6. 支付业务对业绩的影响机制	22
3.6.1. 支付业务的成本	22
3.6.2. 支付业务的收入确认	22
3.6.3. 支付业务的盈利弹性	22
4. 盈利预测与投资评级	23
4.1. 收入预测	23
4.2. 游戏收入预测	24
4.3. 社交网络收入预测	24
4.4. 广告收入预测	24
4.5. 金融科技及企业服务收入预测	24
4.5.1. 腾讯云	24
4.5.2. 金融科技业务方面	24
4.6. 毛利率预测	26
4.7. 基础假设	26
4.8. 盈利预测与投资评级	27
5. 风险提示	28

图表目录

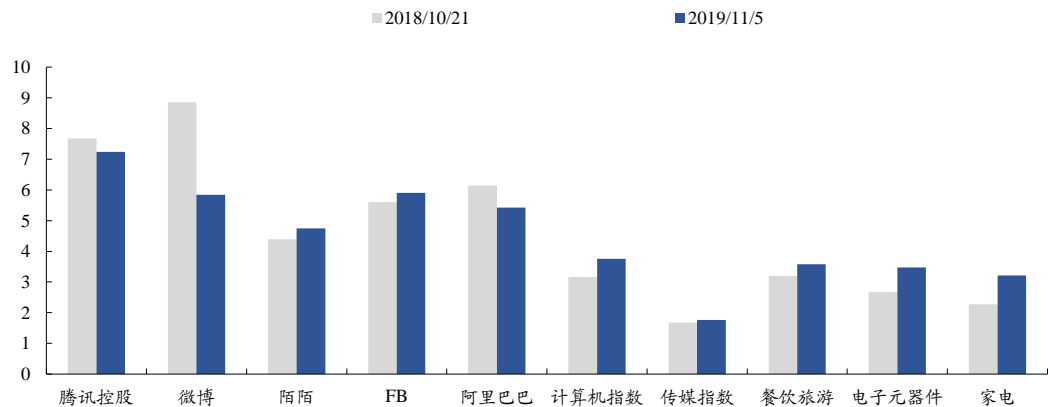
图 1: 不同行业公司 PB 对比.....	4
图 2: 不同互联网公司单用户市值 (市值截止 2020 年 1 月 8 日)	4
图 3: 互联网公司商业模式共性.....	5
图 4: 不同互联网公司市值与 MAU 之间的关系 (市值截止 2020 年 1 月 8 日)	6
图 5: 秀场直播用户规模 (亿人)	7
图 6: QQ 和微信月活情况 (百万人)	7
图 7: 不同公司所处流量层级.....	7
图 8: 人人网的衰落与社交网络的兴起处于同一阶段 (纵轴为人人网 MAU, 百万人)	8
图 9: 奈飞内容投入规模 (百万美元)	10
图 10: 爱奇艺内容投入规模 (亿元)	10
图 11: 奈飞经营活动现金流变化情况 (百万美元)	10
图 12: 不同类型 app 使用时长占比.....	11
图 13: 典型游戏的流水和生命周期情况 (百万美元)	12
图 14: 互联网巨头公司月活对比.....	13
图 15: 欢聚时代和陌陌秀场直播付费率稳定.....	13
图 16: YY 和虎牙单产品付费率.....	13
图 17: 陌陌和 YY 估值情况.....	13
图 18: 微博日活情况 (百万人)	14
图 19: 微博估值变化情况 (PE-TTM, 截至 2020.1.2)	14
图 20: 腾讯生态业务体系.....	16
图 21: 腾讯头部游戏在 ios 端的流水变化情况 (百万美元)	17
图 22: 互联网巨头产品使用时长占比变化.....	18
图 23: 腾讯各项业务的增长速度.....	18
图 24: 腾讯收入结构占比.....	18
图 25: 央行收缴第三方支付机构备付金总额 (亿元)	19
图 26: 金融科技及企业服务业务毛利率 (%)	19
图 27: 腾讯金融科技业务构成.....	20
图 28: 微信支付收入与成本简介.....	22
图 29: 移动支付竞争格局多年未发生变化.....	23
图 30: 腾讯 PE-Band.....	27
表 1: 不同互联网公司获取留存用户的成本支出情况 (单位: 百万元)	10
表 2: 不同公司月活、市值与单用户价值量情况 (2020.01.06)	14
表 3: 腾讯收入结构拆分 (亿元)	15
表 4: 腾讯用户获取留存成本远低于其他互联网公司 (百万元)	16
表 5: 理财通收入规模测算.....	21
表 6: 支付业务货币化率预测.....	25
表 7: 毛利率预测表 (%)	26
表 8: 基础假设表.....	26

1. 为何传统行业公司的分析方法难以适用于互联网？

投资者在研究传统行业的公司时，通常可以通过资产负债表的角度进行分析，例如通过产能扩张判断业绩变化，通过资产属性判断竞争优势，通过库存情况判断行业周期等等。我们分析煤炭公司，明确知道公司的资产是煤炭，而矿源本身的差异很大程度上决定了不同公司竞争力的区别；研究水电公司，能够发现水电站所处流域来水变化的不同对公司业绩造成的波动，从而找到不同水电公司盈利波动的重要原因；同样，高速公路公司，路段是盈利能力差距的核心体现，如此等等。

但互联网公司的有形资产是同质化的办公楼、服务器等，通过对这些资产的分析无法判断企业之间的差别，也难以探索一家企业的竞争优势在哪里。实际上，互联网公司的估值中包含着大量的无形资产，而这些无形资产也不会资产负债表上体现。这因此导致传统企业的分析方法难以适用互联网公司。

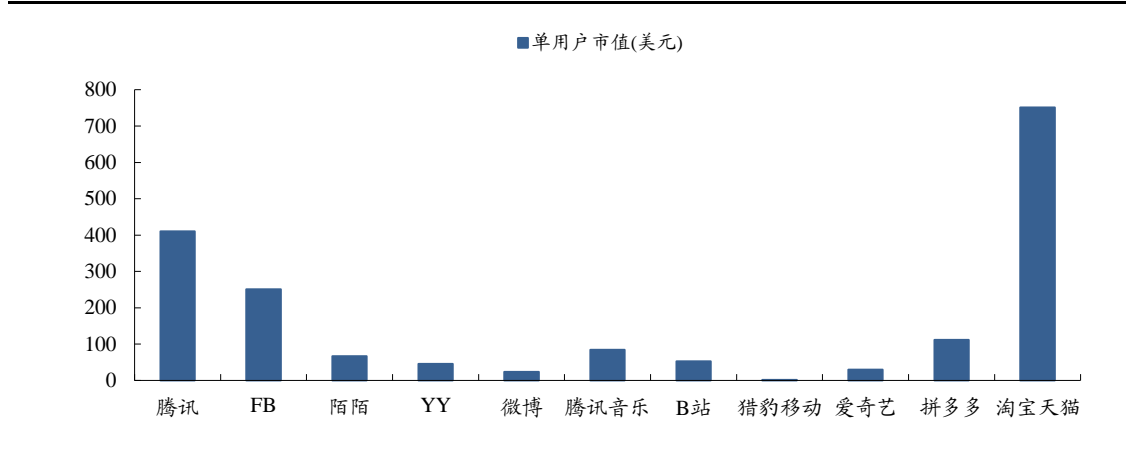
图 1：不同行业公司 PB 对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

而本文期望提供一个通用的互联网公司分析框架，以解答投资者在分析互联网公司，尤其是在估值时的困惑。我们的分析框架从下面这个问题开始，为何同为互联网公司，有形资产同质化的情况下，不同互联网公司单用户对应的市值却能差别这么多？我们首先来看看互联网公司的商业模式是什么样的。

图 2：不同互联网公司单用户市值（市值截止 2020 年 1 月 8 日）

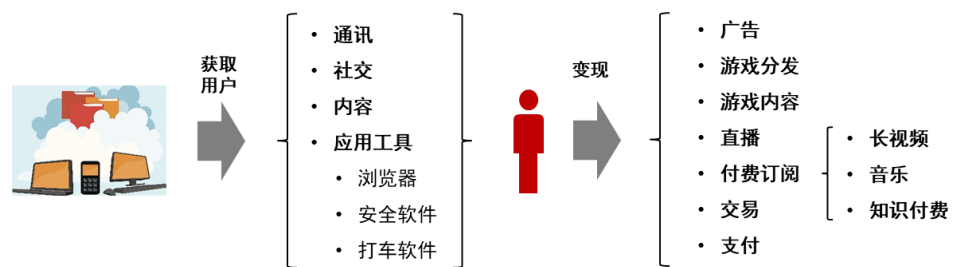


注：YY 用户 MAU 为 YY+虎牙直播用户 MAU，腾讯音乐 MAU 为社交娱乐 MAU，此外还有网络音乐用户 MAU 为 6.61 亿（未去重），下同
 数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

2. 从商业模式找寻互联网公司的分析方法

互联网公司的产品各不相同，但商业模式上有其共性。一方面是用户的获取，互联网公司通过提供各种服务，例如通讯(微信、Whatsapp)、社交(陌陌、人人网、Facebook)、内容(抖音、头条、YY、优酷)、网络安全(360)等，来吸引用户；另一方面，在获得庞大用户群体的基础上，通过多种方式进行变现，例如游戏、直播打赏、会员付费、商业支付等等。

图 3: 互联网公司商业模式共性



数据来源：东吴证券研究所整理

所以，互联网公司的商业模式可以简单分为两个环节，一边是用户的获取，另一边是用户的变现。用户居于互联网商业模式的核心地位，是互联网公司真正的硬资产。不同互联网公司的竞争优势强弱及其商业模式上的差异，其本质上就来自于用户获取与用户变现能力上的差别。所以，我们找到了互联网公司真正的资产，就能将互联网公司的分析纳入传统行业企业的分析框架下——资产的规模和质量（用户获取和留存难度，即

资产规模能做到多大以及这些用户的忠诚度)以及资产的盈利能力(用户资产的变现效率)。

2.1. 用户的获取：互联网公司的护城河

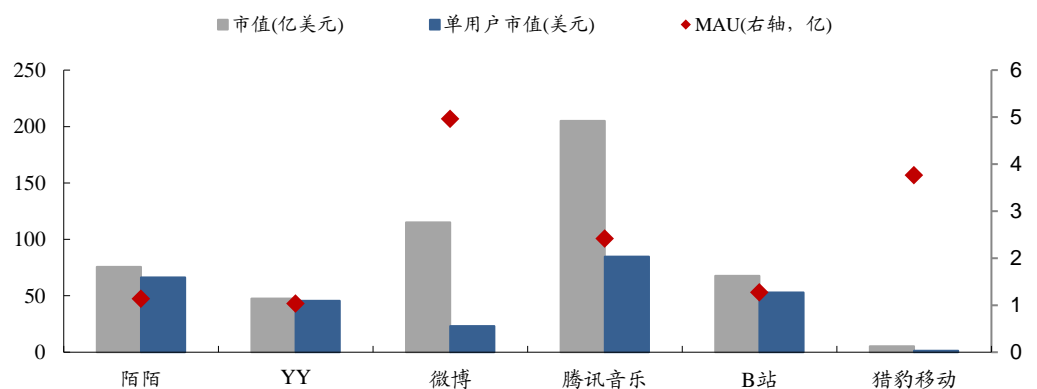
对于不同的互联网商业模式来说，获取用户的难度是存在很大差异的。这直接体现在用户规模的天花板以及获取和留存用户的成本上。

2.1.1. “用户”的定义：要“用户”而不是“流量”

首先需要对“用户”和“流量”做出区分。所谓“用户”，是指可以产生有效的使用时长，互联网公司能确知其使用习惯，从而能进行画像的使用者，在逐渐对使用者精准刻画的同时，通过与使用者进行交互来改善产品的使用体验。这样对于互联网公司而言才能形成资产，精准的用户画像意味着变现效率的提高，产品粘性的增大，也是互联网公司所谓“越用越好用”的前提。

但有些商业模式只吸引“流量”而难以获得用户，公司与流量之间难以产生交互，也无有效的用户时长，例如网页浏览器、系统优化工具、天气 app 等等。以猎豹移动为例，根据 2019Q3 财报披露，公司在全球范围内拥有 3.77 亿月活，这在互联网公司中都属于很高的月活体量，但是其市值仅有 5.15 亿美元（2020 年 1 月 2 日），单用户仅支撑起 1.37 美元市值，远远低于其他互联网公司。原因就在于，猎豹产品无法对流量进行多维度的画像，产品与使用者交互少，无有效用户时长，使用者粘性低、留存少，变现效率低。墨迹天气也是类似，根据其招股说明书披露，公司于 2017 年末就已拥有 5.56 亿累计装机量，但仅支撑起 3.1 亿营收，6253 万元利润（来自公司招股书，2017 年数据），同样是因为流量不是真正的用户资产。

图 4：不同互联网公司市值与 MAU 之间的关系（市值截止 2020 年 1 月 8 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

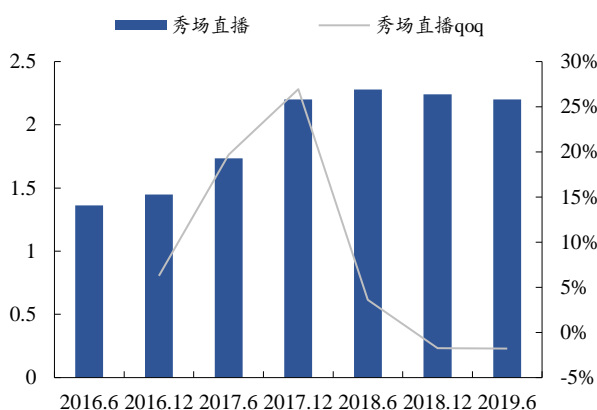
2.1.2. 需求对应用户规模的天花板

用户是互联网公司的关键资产，而所谓资产是指可以给企业带来经济利益流入的资

源，所以用户规模的大小是决定经济利益总流入的重要因素。通俗地讲，在其他因素相同的情况下，某个互联网商业模式能吸引的用户规模越大，互联网公司积累的用户资产越多，该商业模式的天花板就越高。

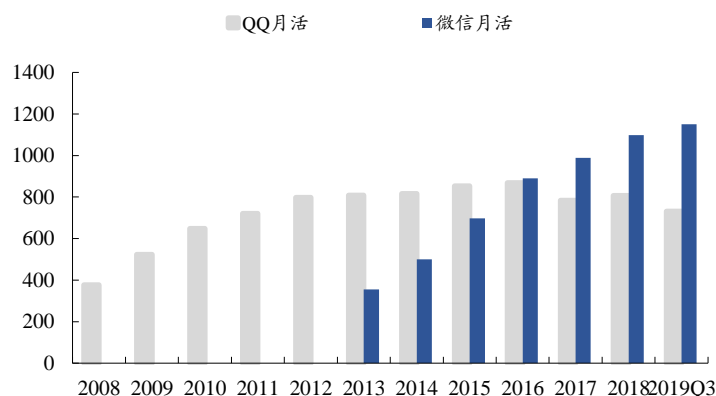
但不同的互联网公司面对的用户需求不同，其商业模式所能聚集用户规模的上限天生就有很大的差别。例如秀场直播，用户规模的天花板在 2.2 亿的水平上下；但 QQ 的月活却能达到 8.69 亿之高；微信的月活在 2019Q3 就达到了 11.51 亿，但依然还在增长，天花板又比 QQ 提高了一个层级。

图 5: 秀场直播用户规模 (亿人)



数据来源: CNNIC, 易观, 东吴证券研究所

图 6: QQ 和微信月活情况 (百万人)



数据来源: 腾讯财报, 东吴证券研究所

一个商业模式满足的用户需求越基础、越底层，其用户规模的天花板往往就会越高。就如同通讯需求是基础需求，人人必须；但直播作为一种娱乐方式，满足人较高层次的精神需求，娱乐方式的替代品多之又多，用户规模自然达不到很高的水平。商业模式能吸引用户规模的大小，决定了公司业务发展的坡道长短，那些能获得用户规模越大的公司，其维持高速增长的时间往往会比市场预期的更久。

2.1.3. 获取和留存用户的难度

根据互联网公司获取受众方式的不同，我们可以将互联网上的流量分为三个层级——通讯、社交和内容，来分组研究不同商业模式的用戶获取和留存难度。

图 7: 不同公司所处流量层级



数据来源：东吴证券研究所整理

(1) 通讯——互联网皇冠明珠

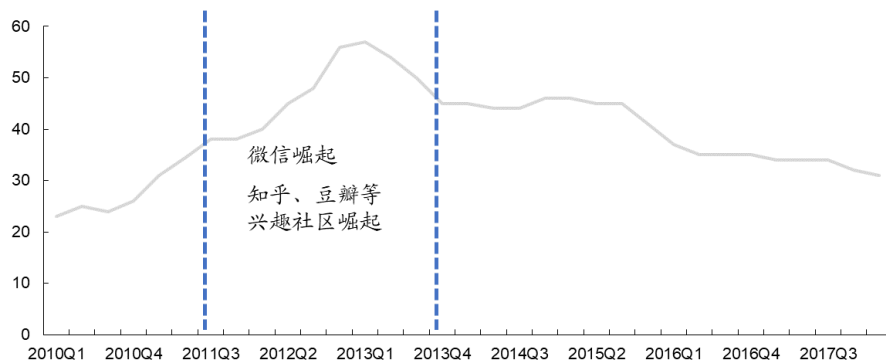
通讯是最底层、最基础的互联网使用需求，属于必须、高频、覆盖面广泛的应用场景，用户规模的天花板很高，用户需求同质化，因此网络效应最明显，用户的获取成本很低，用户自身的转换成本却非常高，导致公司留存用户的成本就很低，因此最容易形成垄断，所以腾讯一家公司垄断了最基础的通讯需求。

(2) 社交——相对垄断格局

社交建立在通讯的基础之上，属于较高层次的需求。人们有基于兴趣爱好产生的社交（豆瓣），基于熟人关系产生的社交（QQ 空间、Facebook），基于弱关系链的社交（微博）、陌生人社交（陌陌）等等。与通讯需求的同质化不同，人们社交需求差异化、领域细分，因此这一层级的格局就较为分散。但我们发现，针对每一项用户社交需求，通常仅有一家公司垄断了这一领域。社交同样具有网络效应，但由于需求的差异化，导致其用户规模的天花板低于通讯需求，获取用户的边际成本也因此高于通讯。由于用户身份转换、兴趣变化，使得这一层次需求的用户粘性更弱，用户转换成本也更低，留存用户付出的成本就更高。

典型的例子如人人网，随着学生逐步走向职场，用户身份就会发生转换，但人人网并未对用户群体的不稳定采取相应措施，使得人人网社区留存用户的难度较高，叠加豆瓣、知乎等兴趣社区以及微信熟人社交的兴起，用户发生大规模转移，人人网因此辉煌不再。

图 8: 人人网的衰落与社交网络的兴起处于同一阶段（纵轴为人人网 MAU，百万人）



数据来源：人人网财报，东吴证券研究所

(3) 内容——相对分散格局

不同于上述两层以关系链获客的形式，基于内容和工具获取用户的商业模式通常呈现更加分散的市场格局。我们常见的内容形式通常包括新闻（头条、腾讯、网易、搜狐、每经、华尔街见闻等）、游戏（腾讯、网易、完美、三七等）、长视频（优酷、爱奇艺、腾讯视频、芒果超媒、乐视、暴风等）、短视频（抖音、快手、微视等）、秀场直播（欢聚时代、陌陌、映客、六间房、腾讯音乐等）等等，内容多种多样，在每一个内容领域中均存在多家公司相互竞争。由于有多家公司向用户提供类似的内容，用户获取的边际成本就会更高，用户的转移成本很低，维持用户群体所付出的成本便相应提高，单家公司用户规模的天花板因此也较低。

综上，通讯是最底层的操作系统，我们在通讯的基础上可以进行社交，社交的过程中就能产生内容。所以互联网公司从下往上做比较容易，而想通过内容来做社交，通过社交做通讯就很难。而且越往下层的商业模式，吸引用户的方式就越是独一无二，获取和留存用户的成本就越低，用户资产的规模就容易做的更大、稳定性会更强，从而竞争壁垒就会越高。

(4) 获客成本的量化证明

我们从上述类别划分中，每一个层面都选取了代表性的公司来量化分析获取留存用户成本的大小与商业模式的关系。

下表典型公司中，陌陌和YY变现方式相同，但陌陌本身具有社交属性，网络效应导致其用户获取留存成本低于YY，因此其在内容上的支出比重就明显低于YY，陌陌因此可以将更多的资金用于推广营销，即便如此，陌陌获取留存用户的总成本占收入的比重依然要较YY小。

Facebook和微博以关系链获客，商业模式没有内容成本支出，用户通过关系链来自发地交互、生产和分发内容，商业模式网络效应强，获取留存用户的边际成本低。但

Facebook 包含通讯工具的功能，导致其获客成本较微博更低。

表 1: 不同互联网公司获取留存用户的成本支出情况 (单位: 百万元)

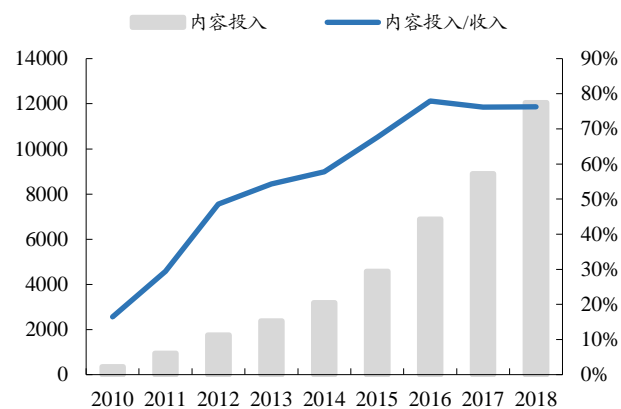
	Facebook	微博	陌陌	YY	爱奇艺
属性	通讯+社交	社交	社交	内容	内容
收入	55838	11795	13408.42	14877.7	24989.12
收入分成——内容成本			5701.56	8272.7	21061
内容成本/收入			42.5%	55.6%	84.4%
销售费用	7846	3620	1812.26	692.28	3244.9
销售费用/收入	14.1%	30.7%	13.5%	4.7%	13.0%
获客留存成本/收入	14.1%	30.7%	56.0%	60.3%	97.3%

注: Facebook 数据单位为百万美元; 以上数据均为各公司 2018 年财报数据

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

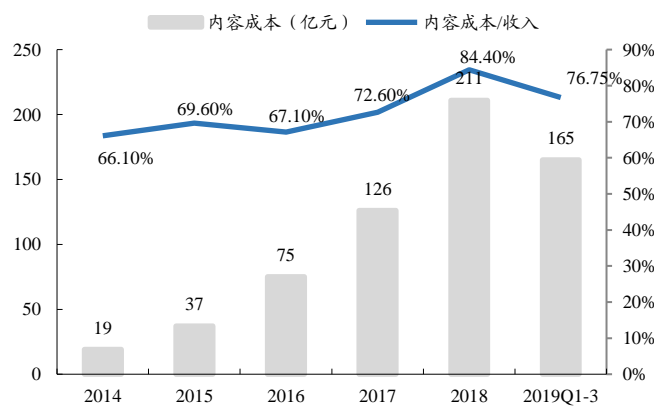
但如果一个商业模式获取用户所付出的代价太大, 即使能够获得较大的用户体量, 也会相应贬损这个商业模式本身的价值。典型地, 就如长视频平台。同样以内容获客, 长视频深受巨额的内容采购成本之困, 2018 年爱奇艺内容成本高达 210.6 亿, 占收入比重 84.4%, 腾讯视频的内容支出估计在 230-250 亿之间, 奈飞内容投入 120.4 亿美元, 占收入比 76.3%, 巨额的资本支出给盈利能力和现金流造成了严重的拖累。

图 9: 奈飞内容投入规模 (百万美元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

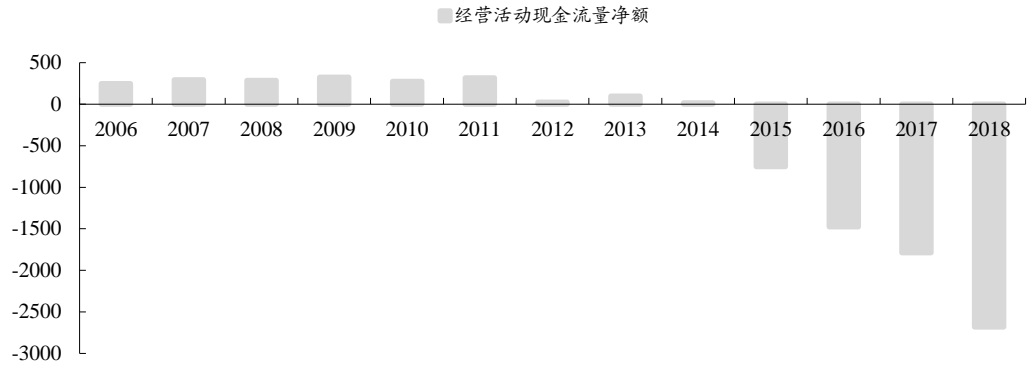
图 10: 爱奇艺内容投入规模 (亿元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

我们可以看到, 自奈飞 2007 年正式转型流媒体以来, 经营活动现金流量净额其实在逐渐恶化, 将奈飞这 13 年间的数字加总, 得到的结果为 -48.09 亿美元。

图 11: 奈飞经营活动现金流变化情况 (百万美元)



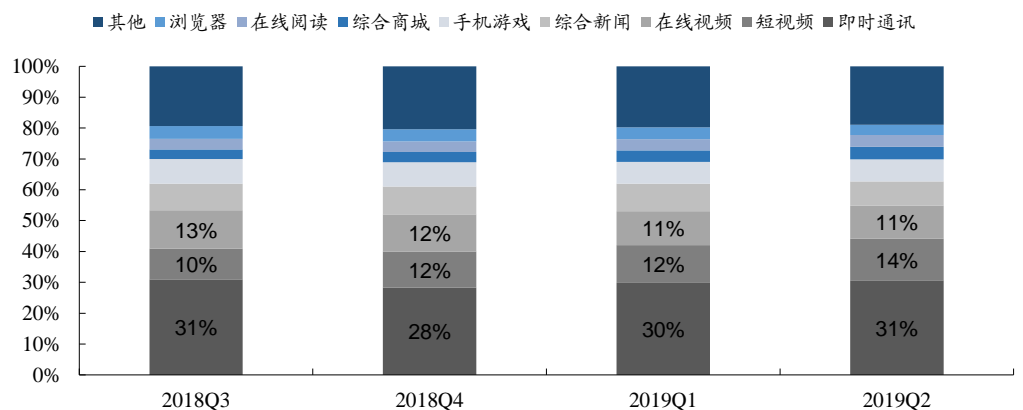
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2.2. 用户的变现

2.2.1. 用户有效使用时长

显而易见的是，用户暴露在一款 app 的时长越长，这款 app 能够实现的变现机会就越多，例如曝光更多的广告库存、购买更多的游戏道具、提供更多增值服务的机会等等。但有些产品空有使用时间，却无有效用户时长，例如网页浏览器、网络安全工具、系统优化工具等。长视频 app 优爱腾也存在类似问题，用户使用时长看似很长，但有效曝光时间很短。下图中长视频的使用时长四个季度平均占总时长接近 12%，但优爱腾三家巨头市值加起来也没有超过 500 亿美元，而短视频平均时长也是 12%，但仅抖音一家公司在 2018 年估值就已经达到 750 亿美元。突显有效使用时长对变现的重要性。

图 12：不同类型 app 使用时长占比



数据来源：极光大数据，东吴证券研究所

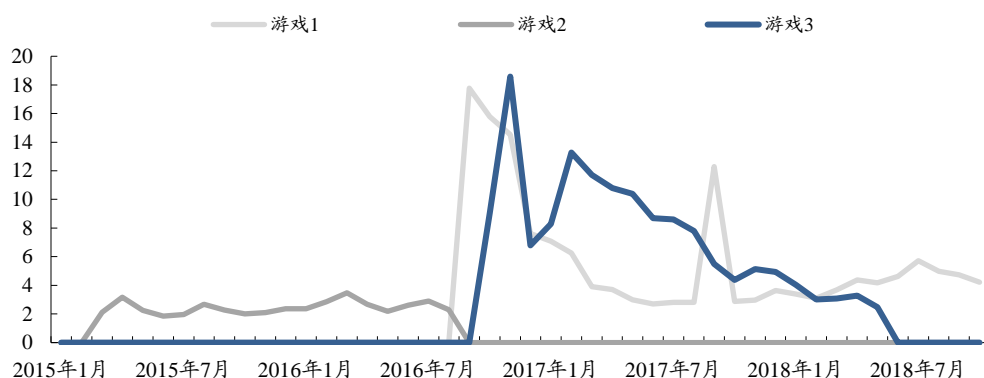
2.2.2. 用户生命周期长短

用户使用产品的生命周期越长，互联网公司能获得用户生命周期价值 (LTV) 就

会越大，对应产品的生命周期也会相应更长。

用户生命周期长短在游戏这种变现形式中发挥着尤其关键的作用。用户对游戏需求的持续性是毫无疑问的，游戏的用户规模也在逐步增长，游戏还是成瘾性强的娱乐方式，使用频次高，货币化能力强。但缺点就在于，不同游戏的用户生命周期长短不一，导致产品本身的生命周期也千差万别。用户生命周期长的游戏自然可以获得持续的流水收入，为公司贡献长期业绩，如网易《大话西游》、腾讯《地下城与勇士》、IGG的《王国纪元》等，其中《王国纪元》自2016年3月上线以来，为IGG贡献营收14.44亿美元（截止2019H1），占同期公司总收入的71.05%。可以看到，生命周期长的爆款游戏能够成就一家公司，但相应地，若是这家公司无新的产品接续，就会出现营收下滑，体现在公司层面就是大小年的情况明显，所以多数游戏公司都是项目制公司。下图为主要上市公司的典型游戏在ios端的流水情况，这些代表性的游戏生命周期也仅在1.5年左右。

图 13: 典型游戏的流水和生命周期情况 (百万美元)



数据来源: App Annie, 东吴证券研究所

2.2.3. 商业模式离交易的远近与服务深度

商业模式离交易端越近，变现的链条就越短，变现损耗就会更小。例如阿里和腾讯是同一体量上的公司，但阿里的月活却要少得多，阿里的月活只有 7.85 亿，而腾讯（微信）的月活为 11.51 亿（2019Q3）。之所以如此，是因为电商天然离交易更近，货币化通路短，变现更加直接，而腾讯要变现需要通过增值服务和广告等进行更加间接的变现。

另一方面，为用户提供服务的深度越深，变现能力就越强。腾讯与 Facebook 商业模式相似，Facebook 拥有 24.5 亿月活，是腾讯的 2.13 倍，但市值仅比腾讯高出 30%（2019 年 1 月 6 日），原因在于 Facebook 聚焦在广告变现方式上，腾讯还提供了游戏、会员、支付等层次更深、离交易端更近的增值服务，所以单用户变现效率更高。

根据我们以上的分析，从货币化能力上讲，电商>增值服务>广告。现在蚂蚁金服和腾讯都发展出了离交易端更近的商业模式——支付，用户每一次使用支付工具都会产生

一次交易，从而收取交易手续费，因此单位时间内的货币化能力更强，支付可以讲就是交易本身，其货币化能力强于电商。

图 14: 互联网巨头公司月活对比

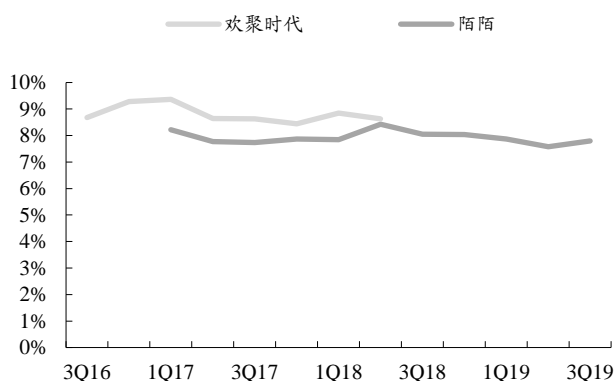


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.4. 小结

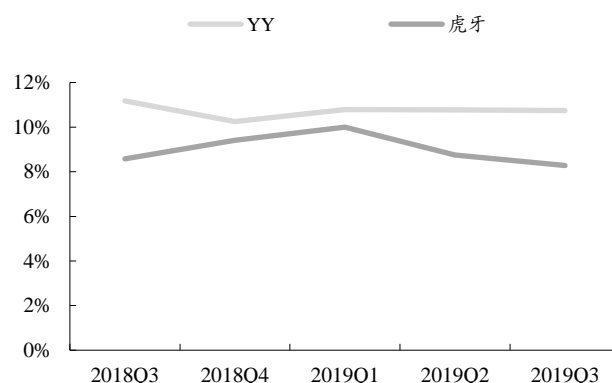
所以，互联网公司单用户价值量是以上众多因素的综合体现。秀场直播公司的估值变化就是一个很好的例子。

图 15: 欢聚时代和陌陌秀场直播付费率稳定



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

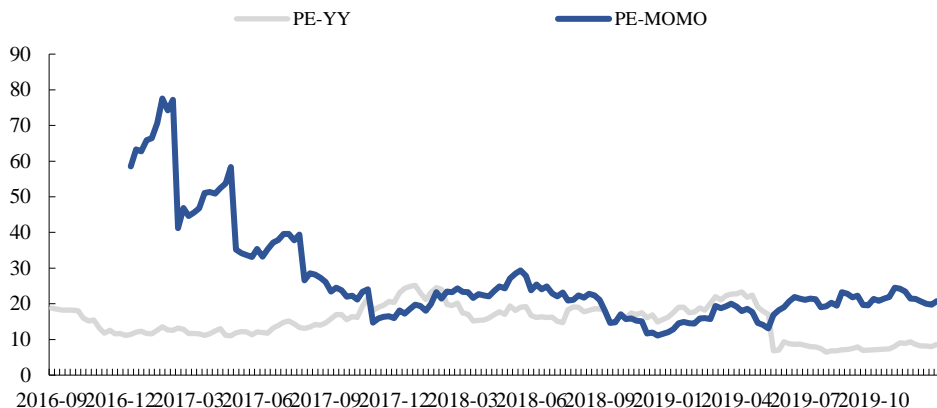
图 16: YY 和虎牙单产品付费率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

秀场直播用户规模天花板较低，付费率也长期保持稳定，在变现方式上得到了充分的开发，商业模式已经较为成熟，没有明显的增长空间。这因此导致秀场直播领域的龙头公司——欢聚时代——长期以来估值都远低于其他互联网公司，其长期估值水平维持在 15-20 倍之间。欢聚时代 PE 水平自 2019Q1 开始大幅下滑，主要受 Bigo 公允价值重估带来的一次性收益影响，扣除这部分公允价值变动损益，公司当前估值约 20 倍（2020 年 1 月 2 日）。陌陌曾因其社交平台属性可能实现的众多变现方式享有过较高的估值，自 2015 年 9 月开始尝试通过直播方式进行变现，2016 年直播即已成为公司主要收入来源，公司逐渐成为一家真正意义上的直播公司，在秀场直播行业用户规模增长遇到天花板，而直播变现的商业化已经充分挖掘之后，陌陌的估值也降低到了与欢聚时代类似的水平上。

图 17: 陌陌和 YY 估值情况

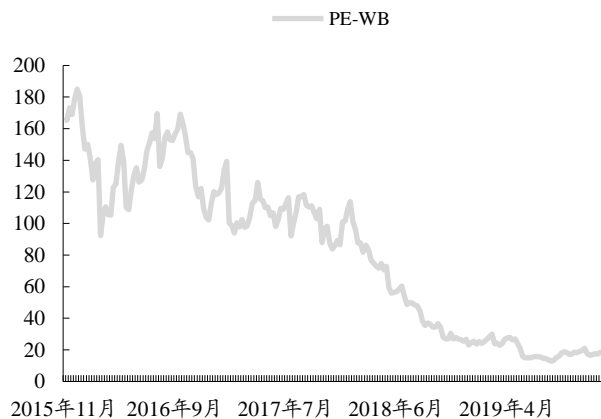
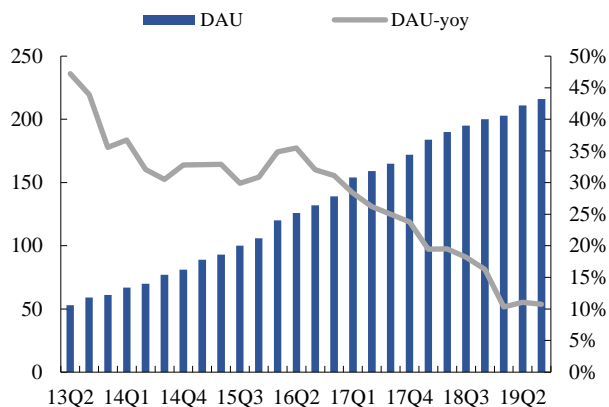


数据来源: wind, 东吴证券研究所

另一个突出的例子是微博。公司日活跃用户数自 2018Q1 开始增速大幅下滑至 20% 以下, 此后增速逐季走低, 公司用户增长逐步靠近天花板的同时, 公司的业务变现上却没有新的突破, 公司微博 app 广告的加载率已经很高, 用户规模接近天花板就意味着公司营收的增长速度也会大幅放缓, 此时又没有新的业务可以支撑公司的营收快速增长, 公司估值水平因此同步下跌。

图 18: 微博日活情况 (百万人)

图 19: 微博估值变化情况 (PE-TTM, 截至 2020.1.2)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

理解了用户资产和变现的规律, 我们自然就容易理解, 为何有形资产基本同质化的商业模式单用户市值却千差万别, 因为用户的获取和留存代价不同, 获得用户后变现的效率又不同。可以看到腾讯的单用户市值远高于其他的互联网公司, 我们接下来就继续运用我们的分析框架来研究产生这一情况的原因, 以及未来将如何变化。

表 2: 不同公司月活、市值与单用户价值量情况 (2020.01.06)

	MAU(亿)	市值(亿美元)	单用户市值(美元)
腾讯	11.51	4717	409.83
FB	24.5	6138	250.53
陌陌	1.14	75.6	66.32
YY	1.04	47.48	45.65

微博	4.97	115	23.14
腾讯音乐	2.42	205	84.71
B 站	1.28	67.76	52.94
猎豹移动	3.77	5.15	1.37
爱奇艺	5.65	167	29.56
腾讯视频	4.89		
优酷视频	4.29		

注：FB 市值数据为 2020 年 1 月 8 日数据；

数据来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷的月活数据来自易观千帆，其余公司数据来自公司 2019Q3 财报，wind，东吴证券研究所

3. 腾讯的竞争优势分析与变化：解析金融科技业务的增长弹性

腾讯是一个庞大的业务生态体系，我们根据腾讯的财报披露和腾讯体系内已上市公司披露的相关数据，对腾讯的业务进行拆分如下表。复杂的业务构成让投资者在研究腾讯的时候初看难以下手，但实际上运用前文提出的分析框架在进行分析时就会简单了很多。

表 3：腾讯收入结构拆分（亿元）

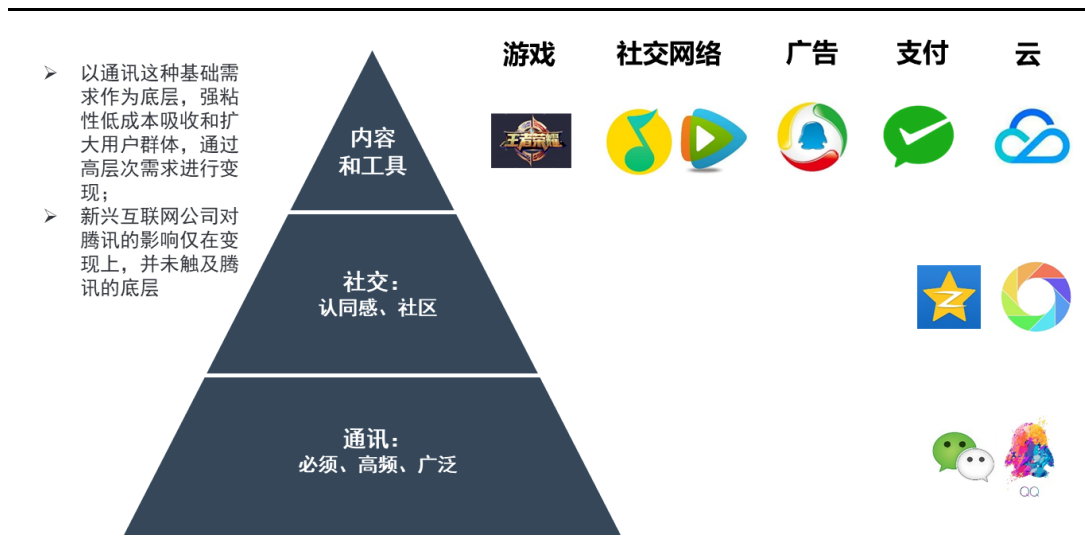
	2017	2018	2019E	说明
增值服务收入	1540	1766	1980	
网络游戏	979	1040	1114	
端游	551	506	473	
手游	428	534	641	
社交网络	561	727	866	注：直播、音乐、视频、QQ 秀、QQ 会员体系、文学等
手游	201	244		注：渠道分成原因，手游收入的 32%-34% 计入该项
虚拟道具	195	242		注：倒算
阅文集团	41	50		注：阅文年报收入
视频	92	134		注：会员收入，广告收入计入媒体广告收入，参考爱奇艺财报和腾讯披露的相关季度收入
音乐	32	55		注：腾讯音乐财报测算
广告收入	404	581	699	
媒体广告	148	183	167	注：腾讯视频的流量广告和腾讯新闻的信息流广告
社交及其他广告	256	398	532	注：微信朋友圈、公众号、QQ、QQ 空间、QQ 浏览器和应用宝等
其他产品收入	433	771	1052	

金融体系	389	680	884	
腾讯云	44	91	168	注：2017年数据根据金山、阿里巴巴财报推算
合计	2380	3127	3730	

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

腾讯的整个生态体系以通信为基础，微信和QQ是整个业务体系的根基和树干，腾讯生态金字塔的基石，通讯+社交具有强网络效应和高转移成本，使得公司的用户资产非常庞大且稳固，然后在这个基础上通过游戏、广告、其他增值服务和金融与云业务变现。

图 20: 腾讯生态业务体系



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.1. 用户获取

底层通讯工具拥有最广泛的用户基础，强网络效应，强排他性，高用户转移成本，综合导致腾讯的获取留存用户成本非常之低。微信至 2019Q3 已拥有 11.51 亿月活，是国内用户规模最大的 App。

表 4: 腾讯用户获取留存成本远低于其他互联网公司（百万元）

	腾讯	Facebook	微博	陌陌	YY	爱奇艺
属性	通讯+社交+内容	通讯+社交	社交	社交	内容	内容
收入	288954.34	55838	11795	13408.4	14877.7	24989.1
内容成本				5701.56	8272.7	21061
内容成本/收入				42.5%	55.6%	84.3%
销售费用	24233	7846	3620	1812.26	692.28	3244.9
销售费用/收入	8.4%	14.1%	30.7%	13.5%	4.7%	13.0%

获客留存成本/收入 8.4% 14.1% 30.7% 56.0% 60.3% 97.3%

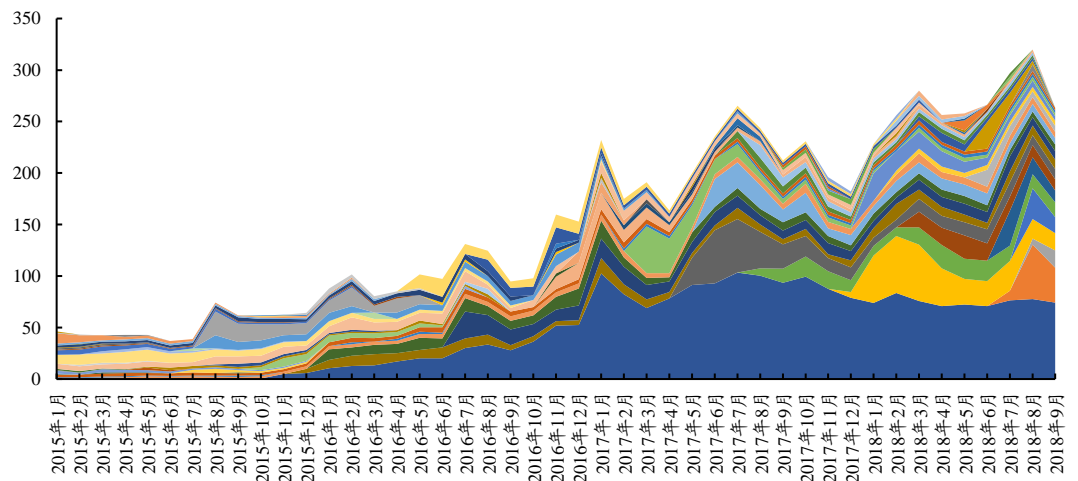
注：腾讯收入中减去了腾讯视频的收入，相应的也没有计算腾讯视频的内容支出，腾讯的商业模式以通讯来吸引流量，因此不影响我们对用户获取成本的判断，下有详细分析。

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3.2. 用户变现

首先用户时长，腾讯系 app 是使用时长最长的 app，腾讯系 app 占整个互联网用户时长接近半壁江山。另外，腾讯提供的增值服务更多维，游戏研发、运营、QQ 会员、蓝钻、绿钻、音乐、视频、广告、甚至金融等等，相当于在同一个用户身上实现了多个层级的变现，而获客的成本却是相对而言最低的。在用户生命周期上，通讯和社交是所有用户的刚需，在产品的使用上自不必说，凭借腾讯在游戏上工业化的研发体系，其产品为收入贡献了强持续性。

图 21：腾讯头部游戏在 ios 端的流水变化情况（百万美元）



注：我们上述选取了腾讯 83 款游戏在 ios 端的流水数据

数据来源：App annie，东吴证券研究所

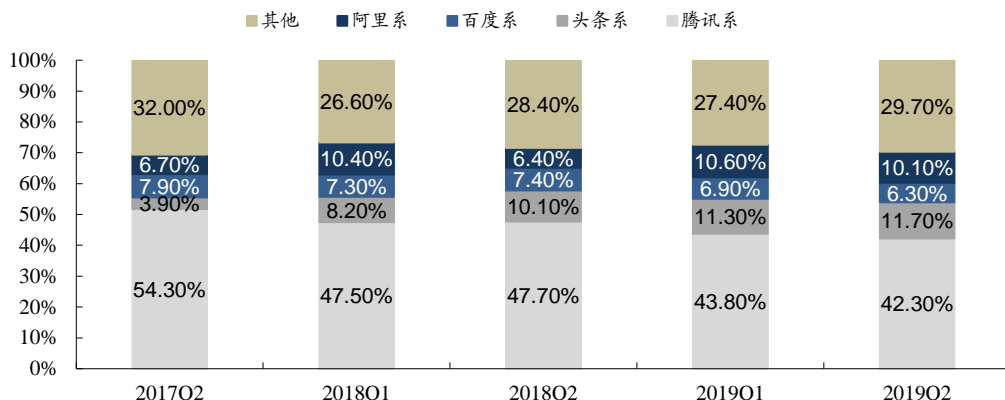
所以，综合用户获取和变现两个层面，我们自然能够明白，为何腾讯的单用户价值远高于其他的互联网公司。但市场在变化，2017 年以来头条系崛起，对腾讯生态体系所能获取的用户时长产生了不小的冲击。关于头条系带来影响的分析依然可以归入我们的分析框架下。

3.3. 头条系影响了腾讯系用户时长，但腾讯系货币化能力的增强却未被注意到

相对于通讯+社交的强垄断效应，腾讯在变现层面上面临的则是相对分散的市场，因为内容的生产和分发，都对熟人社交关系的依赖度较小。这就很难指望内容层面不会出现字节跳动这样的公司，但即便如此，头条系的出现也仅在变现层面对腾讯产生了影

响，而难以影响腾讯在通讯和社交层面所构筑的竞争优势。

图 22: 互联网巨头产品使用时长占比变化

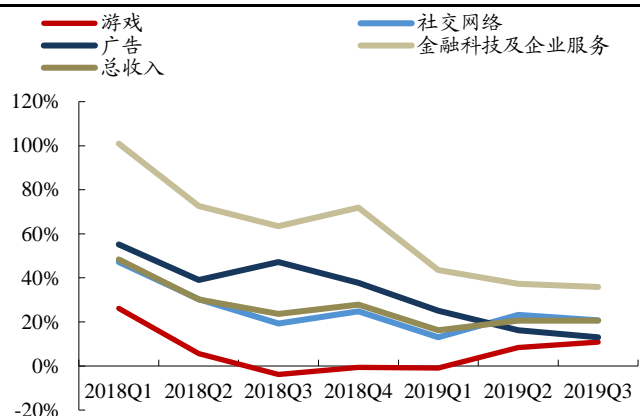


数据来源: Questmobile, 东吴证券研究所

我们看到，腾讯系的产品用户使用时长确实因头条系的崛起而有所下降，但依然是使用时间最长的 app 体系。用户使用时长的下跌已经成为市场不看好腾讯的最直接证据，但是不要忘了，影响用户变现的不止市场这一个因素，上述论断实际上忽略了重要的前提：只有在货币化能力不发生变动的情况下，用户使用时长的下跌才可以说明公司变现能力在减弱。其实对于腾讯而言，当前已经有货币化能力更强的业务开始支撑起公司业绩的增长。

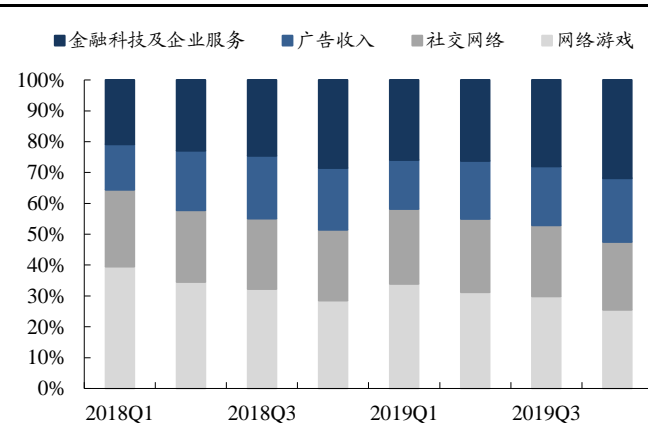
我们之前提到，从货币化能力来讲，支付>电商>增值服务>广告。而当前公司增值服务收入和广告收入的增长瓶颈已经显现，但金融科技及企业服务业务已经成为公司新的增长引擎，至 2019Q3 占收入比重已经达到 27.52%，成为仅次于游戏业务的第二大收入来源。而腾讯的金融科技及企业服务收入中，主要的构成就是支付业务（下有分析），这部分业务拥有更强的货币化能力，其能对业绩产生的影响却被市场大大低估了。

图 23: 腾讯各项业务的增长速度



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 24: 腾讯收入结构占比

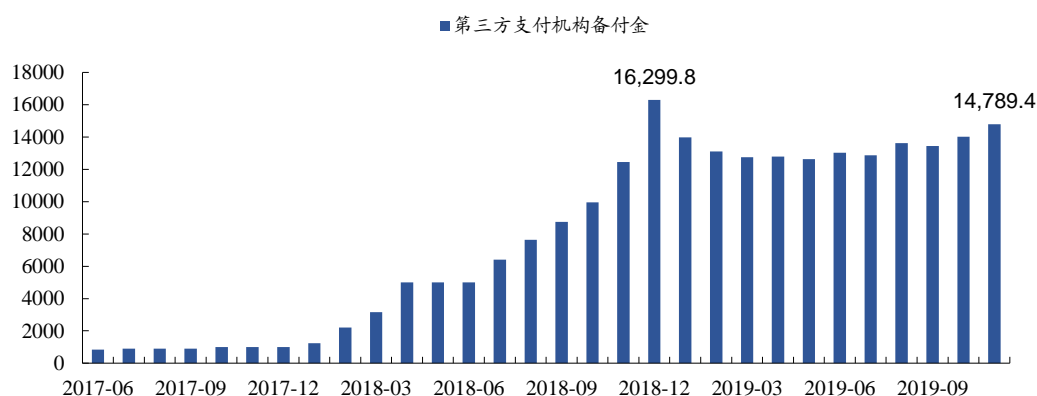


数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

3.4. 市场为何低估了支付业务的变现能力？

因为备付金的影响。此前央行政策规定备付金全额上缴，2018年6月29日，央行发布《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事项的通知》，规定自2018年7月9日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存央行比例，至2019年1月14日实现100%集中交存，央行不会对上缴的备付金支付利息（2020年1月7日央行备付金政策再调整，给予备付金0.35%的利息）。该政策使得2019年备付金利息收入消失，对支付机构收入产生负面影响。

图 25：央行收缴第三方支付机构备付金总额（亿元）

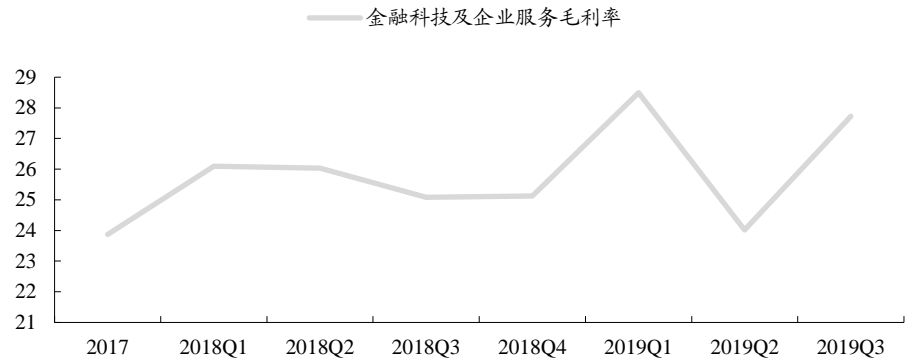


数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

根据公司2019年Q2财报披露，金融科技及企业服务收入为人民币229亿元，同比增长37%，撇除备付金利息收入影响，金融科技及企业服务收入同比增长57%。我们据此可以得到，公司2018年Q2备付金利息收入为20.8亿元。公司备付金缴存比例逐季上升（财报披露，2018年4月提升至42%，于2018年7月再升至52%，2019年1月全额上缴），我们根据公司披露数据及行业备付金缴存节奏（上图），测算2018年全年公司备付金利息收入体量约60亿元。

公司2019年失去这60亿纯毛利的情况下理应造成毛利率的大幅降低，但我们看到，金融科技业务的毛利率不仅没有下滑，反而有所提高，这是为什么？金融科技及企业服务包括金融科技业务及云服务两块。其中云服务2018年仅91亿的规模，占金融科技及企业服务业务的比重仅12%，业务体量较小，难以对金融科技及企业服务的整体毛利率造成较大影响。那么真正发挥重要作用的还是金融科技业务板块。所以金融科技业务内部已经出现了积极的变化，只是因为备付金利息的消失而掩盖了这种积极的影响。接下来，我们将仔细分析其中的结构变化。

图 26：金融科技及企业服务业务毛利率（%）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3.5. 金融科技业务的构成

金融科技业务的收入来自于四大块，一块是理财通，主要是卖基金产品产生的销售收入和后端管理费分成收入。第二块是微粒贷的贷款导流收入。第三块是备付金利息收入。第四块是支付收入，即收取商家每一笔支付的手续费。

图 27: 腾讯金融科技业务构成



数据来源：公司财报，专家访谈，东吴证券研究所

3.5.1. 理财通

理财通主要通过销售基金产品获取手续费收入。理财通售卖基金产品可以分为两大类：货币型基金和非货币型基金（股票、债券基金），货币型基金只收取后端管理费分成，货币基金管理费一般在 0.3% 左右，腾讯收取其中的约 1/3；股票、固收型基金收两笔费用，一是前端认购申购费，一般费率为 0-0.15%，另一项是基金管理费分成，基金管理费的费率多处于 1.0%-1.5% 之间，腾讯通常收取其中的 1/3-1/2。

公司理财通资产管理规模很大，2019Q2 已超过 8000 亿元，2019 年平均按照单季度约 1000 亿元的规模在增长（2018 年底 6000 亿），预计年底将达到 10000 亿元的管理规模。其中绝大部分为货币型基金，我们按照 90%的比例进行估算，理财通 2019 年的收入规模也仅在 10 亿元的体量上。

表 5: 理财通收入规模测算

项目和费率	计算结果
货币基金管理费分成 0.1%	$(6000+10000*0.9) / 2 * 0.1\% = 7.2$ 亿
股票、固收基金认购申购费平均取 0.08%	$(1000-600) * 0.08\% = 0.32$ 亿
股票、固收基金管理费分成平均取 0.4%	$(600+1000) / 2 * 0.4\% = 3.2$ 亿
理财通总收入	10.72 亿

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3.5.2. 微粒贷导流

腾讯持有微众银行 30%股权，为腾讯的持股企业，微众银行的主要业务为微粒贷。根据我们了解到的情况看，这块收入的确认方式为微信帮微众银行导流产生收入的一半归腾讯所有（这个分成比例目前已有所下降），这个概念比较模糊，但不妨碍我们对这块业务量级的判断。微众银行本身有年报披露，2018 年实现收入 100.3 亿元，即使按照 70%的收入都是来自微信导流，这块业务的收入体量也仅 35 亿元，2019 年的增长情况也相对有限。

3.5.3. 备付金利息收入

备付金来自于进行支付业务的保证金、因支付结算时间差产生的货币余额（如支付业务的 T+1 到账、淘宝平台消费者确认收货前资金为支付宝备付金等）、消费者存储在微信账户的零钱等。

2019 年初，第三方支付机构将备付金全额上缴央行后就不再产生利息收入。2020 年初，政策发生微调，央行将为第三方支付机构的备付金支付 0.35%的年利率。从央行数据看，截止 2019 年 11 月底，第三方支付机构备付金总额为 1.48 万亿，按照腾讯在移动支付中的份额占比 40%测算，腾讯 2020 年将产生的备付金利息收入为 $14789 * 0.4 * 0.35\% = 20.7$ 亿元，预计贡献净利润 $20.7 * (1-20\%) = 16.6$ 亿元。

3.5.4. 微信支付

腾讯在财报中有披露云业务的收入规模，所以我们自然就可以得到金融科技业务的收入，2018 年为 666 亿，2019 年我们预计为 884 亿元。金融科技收入减去微粒贷导流收入和理财通收入之后（2018 年之前还有备付金利息收入），就得到支付业务 2018 和 2019 年的规模，约为 568 亿元和 824 亿元，同比增长 45.2%，占 2018 和 2019 年金融科技业务总收入的 85%和 93%。所以真正能决定金融科技业务利润率变化的是微信支付的

利润率水平。

3.6. 支付业务对业绩的影响机制

3.6.1. 支付业务的成本

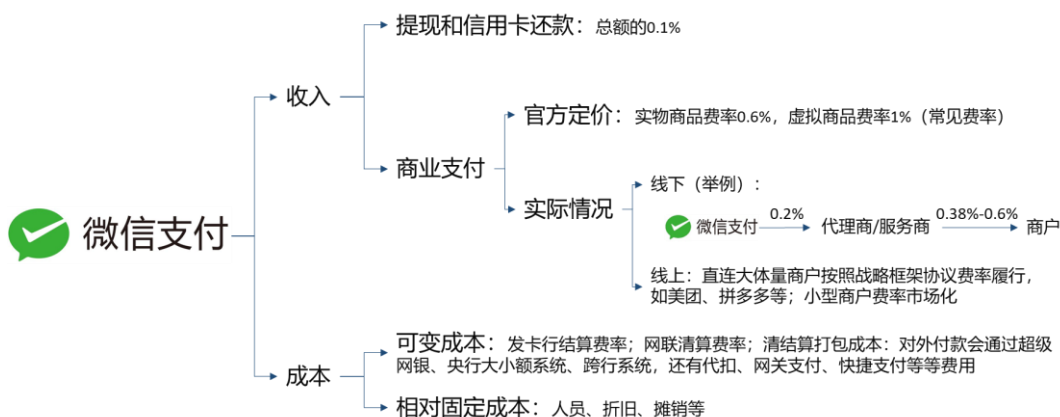
支付业务的成本比较固定，包括发卡行结算费率，网联清算费率（暂未收取），清结算打包成本（超级网银、央行大小额系统、跨行系统、代扣、网关支付费用等等）等，此外还有一些人员、折旧、摊销费用。支付利润率的弹性不体现在这个方面。

3.6.2. 支付业务的收入确认

微信支付包括红包和转账等，这部分目前不产生任何收入；提现和信用卡还款，费率为款项总额的 0.1%；最重要的一块就是商业支付，商业支付的费率变化是整个金融科技业务利润率弹性的关键。

商业支付收入是指微信通过向商家收取支付手续费获得收入。官方费率主要分为两类（还有其他类别，但项目较少，与消费者不经常遇到）：实物商品费率是 0.6%，虚拟商品（例如游戏、直播）是 1%，但微信在实际执行的时候进行了大规模的折扣和补贴。例如腾讯线下需要服务商来推广微信支付，部分服务商支付给腾讯的费率只有 0.2%（或者返点之后只有 0.2%）。腾讯对线上部分战略型客户，如美团、拼多多，所要求的费率也非常优惠，甚至接近支付业务的成本费率。2018 年，腾讯曾实施线下餐饮行业的大规模补贴推广计划——绿洲计划，加入绿洲计划的商户享受 0 费率的优惠，同时绿洲计划的服务商可以按照流水收取 0.2% 的返佣。这对于腾讯而言，相当于支付了 0.4% 的补贴（0.2% 的费率减免，0.2% 的服务商返佣）。所以腾讯支付业务的费率远远低于官方费率，有很大的提升空间。

图 28：微信支付收入与成本简介

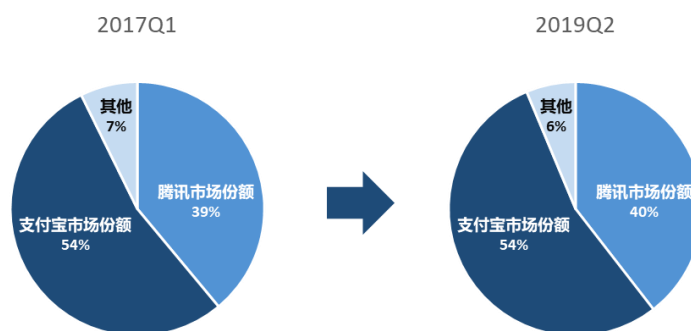


数据来源：公司官网，服务商调研，东吴证券研究所

3.6.3. 支付业务的盈利弹性

支付行业价格战打来打去，但市场份额自 2017 年起就已经没有显著变化，蚂蚁金服和腾讯两家公司在 2019 年起纷纷大幅减少补贴和变相提高费率。以餐饮行业为例，腾讯 2019 年开始，已经对绿洲计划中的商户收取 0.2% 的费率，2019 年下半年，服务商的返佣也变成了 0.1%，因此导致美团退出了绿洲计划。根据移动支付网数据，绿洲计划将于 2020 年 1 月 31 日正式结束，此后餐饮行业费率将调至 0.3%。

图 29：移动支付竞争格局多年未发生变化



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

根据财付通披露的交易投诉笔数和占比数据，2018 年处理支付笔数 4665 亿笔，以单笔支付金额 100 元计算，其中商业支付流水占比超过一半（年报），则微信商业支付的流水体量约在 23 万亿的水平上下。在不考虑交易流水提升的情况下，支付费率每提升万分之一（或者补贴每减少万分之一），就可以贡献出税前利润 23 亿元，公司 2018 年的归母净利润水平为 787 亿元，扣税（20%）之后相当于 2.4% 的利润提升！

不仅如此，当前商业支付的流水总额依然在快速提升，根据艾瑞咨询数据，第三方移动支付行业总流水 2019H1 同比增长 23.77%，由于腾讯社交支付的流水已经明显放缓，也就意味着腾讯商业支付的流水增长就远远快于这个水平。保守以 30% 的增长测算，2019 年腾讯商业支付的流水约 30 万，万分之一的补贴减少或费率提升就意味着 30 亿的税前利润，对应 2019 年 935.6 亿元的归母净利润，扣税之后相当于 2.63% 的利润提升。随着商业支付流水规模的进一步提高，其对净利润的影响将进一步增大。对于腾讯而言，支付业务当前是量价齐升的逻辑。

这就是为什么作为纯利的备付金利息即使全额消失也没能让金融科技及企业服务业务毛利率下滑的原因。不仅如此，备付金的消失反而掩盖了支付费率的提高（支付补贴的减少）带来的积极影响，导致我们从总体的口径看，毛利率并未发生明显变化，从而让市场低估了费率提升带来的影响力。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 收入预测

我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 3730/4678/5784 亿元，分别同比增长 19.3%/25.4%/23.7%，具体拆分情况如下：

4.2. 游戏收入预测

2020 年，腾讯将有两款重磅端转手上线——《地下城与勇士》、《英雄联盟》，预计将为手游业务收入贡献较大业务体量，从而手游业务收入的增长水平也好于 2019 年，2019/2020/2021 年的手游业务收入分别为 641/801/961 亿元，同比增长 20%/25%/20%（注：手游收入中不包含应归入社交网络中的渠道分成收入）；

端游收入负增长程度预计放缓，我们预计收入规模分别为 473/449/436 亿元，同比增长 -6.5%/-5%/-3%；

2019-2021 年总体游戏收入规模为 1114/1250/1397 亿元，同比增长 7.1%/12.3%/11.7%。

4.3. 社交网络收入预测

社交网络增速平稳，预计 2019-2021 年收入规模为 866/1031/1216 亿元，分别同比增长 19.2%/19%/18%。

4.4. 广告收入预测

2019 年宏观经济情况低迷，叠加建国 70 周年，影片排期影响，导致公司媒体广告 2019Q3 同比下滑 28.3%，不及预期。展望未来两年，一方面影片排期问题是非经常因素，另一方面工业企业利润增速 2019 年 11 月同比转正，宏观经济有企稳回升迹象。我们预计 2019-2021 年媒体广告业务收入规模为 167/176/193 亿元，同比增长 -8.7%/5%/10%；

公司社交广告即使在宏观大环境不景气的环境下依然保持较高增速，我们预计 2019-2021 年社交广告收入为 532/708/920 亿元，分别同比增长 33.8%/33%/30%。

4.5. 金融科技及企业服务收入预测

4.5.1. 腾讯云

腾讯云业务收入依然保持快速增长，2019Q3 收入为 47 亿元，同比增长 80%，其与阿里云之间的差距也在逐渐缩小，我们预计 2019-2021 年的收入为 168/285/442 亿元，同比增长 84%/70%/55%。

4.5.2. 金融科技业务方面

我们预计 2019-2021 年金融科技业务收入分别为 883.9/1228.94/1616.64 亿元，同比增长 32.6%/39.0%/31.5%，2019 年增速之所以较低是因为失去了备付金利息收入。具体测算如下：

（1）理财通

理财通 AUM 按照每季度 1000 亿元的水平增加，则 2019/2020/2021 年分别为 10000/14000/18000 亿元，对应收入水平分别为 10.72/15.92/21.12 亿元，同比增长 145.45%/48.51%/32.66%；

(2) 微粒贷导流

微粒贷是微众银行主要收入来源，而微粒贷业务发展受资本金的限制，助贷模式下，腾讯的分成比例会相应减少，我们预计微粒贷导流收入分别为 49/58.5/66 亿元，同比增长 39.58%/19.39%/12.82%；

(3) 微信支付

支付业务收入方面，我们预计 2019-2021 年支付业务总流水分别为 52.24/66.71/80.05 万亿，同比增长 28%/23%/20%。根据公司 2019 年前三季度已披露数据计算，预计 2019 年支付业务总货币化率为 0.152%，相对于 2018 年增长约万分之 1.8，对应商业支付费率 0.287%（这里假设支付业务收入全部来自于商业支付，因此该数值是高估的）。

表 6: 支付业务货币化率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币化率	0.114%	0.134%	0.152%	0.170%	0.188%
商业支付费率	0.248%	0.263%	0.287%	0.309%	0.330%

注：货币化率=支付业务收入/支付业务总流水

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

由于公司持续在做缩减补贴和变相提高费率的努力，我们预计货币化率的增长可以持续。仅以绿洲计划补贴缩减就能支撑 2020 年费率提升。2018 年整个餐饮行业收入 4.27 万亿元，预计 2019 年可以达到 4.7 万亿元，餐饮是微信支付的强势领域，以 70% 的市占率计算，微信支付交易流水约 3.3 万亿元，占整个商业支付流水约 11%，绿洲计划 2019 年下半年补贴开始退坡，按照移动支付网数据，服务商返佣由 0.2% 降为 0.1%，2020 年 1 月 31 日结束，补贴降为 0%，同时商户费率由 0.2% 提高至 0.3%，相当于费率总体提升了 0.3%（=0.2% 服务商补贴减少+0.1% 费率提升）。绿洲计划的退坡相当于提升商业支付整体费率 $0.11% \times 0.3% = 0.033%$ ，完全可以支撑 2020 年商业支付费率的提升幅度。公司除绿洲计划退坡外还有众多变相提升费率的方式，并且随着商业支付占比的提高，商业支付费率的提升对支付业务货币化率的影响将更加显著，可以支撑公司支付业务货币化率在未来几年的持续提升。

我们按照以往的节奏，预计货币化率每年提升万分之 1.8，则 2019-2021 年支付业务收入将达到 824.18/1133.82/1504.68 亿元，同比增长 45.2%/37.6%/32.7%。

(4) 备付金利息收入

备付金利息收入方面，2019 年公司无备付金利息收入，2020 年上文已经计算收入

为 20.7 亿元，由于备付金主要包括支付业务的保证金、消费者存储在微信账户的零钱等，因此备付金总量与支付业务规模正相关，所以预计 2021 年备付金利息收入的增长与支付业务流水的增长一致，均为 20%，达到 24.84 亿元。

4.6. 毛利率预测

增值服务毛利率略有下滑，是因为腾讯接下来将加大游戏在海外的推广，而海外推广游戏的毛利率低于国内；

广告收入毛利率下滑是因为 2019 年高毛利受成本结算的影响。2019 年因为建国 70 周年，导致很多剧集排期受到影响，影视剧未能播出则影视剧购买成本无法确认，从而导致 2019 年毛利率远高于之前年份，未来随着成本的逐步确认，我们预计广告业务毛利率将下行。但广告业务中社交广告因无内容采购成本，导致毛利率远高于媒体广告，而且社交广告的增长速度远快于媒体广告，因此我们认为社交广告占比的增大会逐渐提高公司毛利率水平，只是短期成本上的因素发挥了更大的作用。

金融科技及企业服务业务的毛利率主要还是受到金融科技业务毛利率的影响，而其中支付业务的毛利率又起到决定性作用，支付业务毛利率的提升主要体现在支付费率提高和支付补贴的减少。

表 7: 毛利率预测表 (%)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增值服务收入	60.13	58.13	53.5	53	52
广告收入	36.73	35.82	46	43	41
金融科技与企业服务	21.87	23.89	27.19	33.26	37.34
总体	49.18	45.60	44.68	44.72	44.67

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.7. 基础假设

基础假设表如下：

表 8: 基础假设表

	2018	2019E	2020E	2021E
收入占比				
销售费用率	8%	6%	6%	6%
管理费用率	13%	14%	14%	14%
其他比率				
实际税率	15%	15%	15%	15%
少数股东损益占比	2%	1%	1%	1%
综合投资收益率	13%	6%	6%	7%

综合借款利率	5%	6%	5%	5%
利息收入率	3%	3%	3%	3%
营运资本假设				
应收账款周转天数	33	33	34	33
预付账款周转天数	21	21	22	21
存货周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	156	156	154	155
预收款项周转天数	49	50	48	46

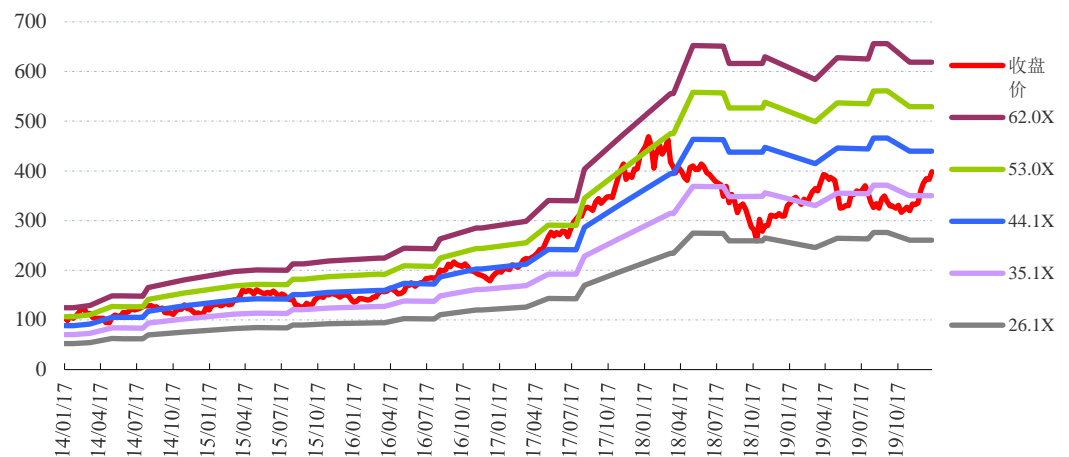
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.8. 盈利预测与投资评级

根据我们以上对收入成本和费用的分析预测，我们预计 2019-2021 年，腾讯将实现归母净利润 935.61/1185.94/1487.64 亿元，同比增长 18.9%/26.8%/25.4%，对应 PE 分别为 35.70/28.17/22.45 倍（2020 年 1 月 20 日收盘价，对应汇率港币:人民币=0.8830）。

从腾讯历史的 PE-band 来看，自 2016 年以来，腾讯的 PE 估值就一直维持在 40 倍以上，当前市场对腾讯的增长预期很低（当前 wind 一致预期 2020 年公司归母净利润增长率仅有 18.65%，至 1121.41 亿元。在我们的模型中，如果 2020 年支付业务的货币化率和 19 年一样，则增速也就是 18.1%的水平，所以金融业务中隐含着较大的预期差。），一旦业绩出现超预期情况将迎来业绩与估值的双击。我们给予腾讯 2020 年对应 35 倍的估值，则对应股价 492.1 港币/股。我们看好腾讯强大的生态体系对用户资产的把控，当前腾讯增长引擎切换，货币化能力更强的业务将助力腾讯对用户资产的变现。维持腾讯“买入”评级。

图 30: 腾讯 PE-Band



数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1、行业竞争加剧。头条系等公司的激进扩张战略进一步影响公司原有业务的变现能力，会对公司业绩造成负面影响；支付业务方面，支付行业是双寡头格局，若支付宝不跟随减少补贴或提价，则微信支付也难以采取单方面的提价政策；
- 2、行业政策风险。游戏业务与金融业务受行业政策管制影响较大，政府出台不利于游戏和金融业务变现的政策将影响公司业绩。
- 3、新产品上线不及预期。市场对腾讯即将上市的两款重磅端转手——《地下城与勇士》和《英雄联盟》的表现预期较高，若新游戏表现不及预期则会对公司业绩和股价造成负面影响。

腾讯控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	163,322	182,465	181,764	216,382	营业收入	312,694	373,050	467,790	578,440
应收账款	28,427	34,196	44,180	53,413	营业成本	170,574	206,379	258,572	320,063
预付账款	18,493	21,761	28,587	34,434	销售费用	24,233	20,518	25,728	31,814
存货	324	567	611	748	管理费用	41,522	51,481	64,555	79,825
其他流动资产	6,514	7,771	9,745	12,050	财务费用	4,669	6,463	5,449	5,507
流动资产合计	217,080	246,761	264,887	317,027	营业利润	71,696	88,210	113,486	141,231
固定资产	35,091	48,525	61,535	74,371	利息收入	4,569	4,524	5,563	5,447
在建工程	4,879	5,821	7,299	9,025	投资收益	18,201	19,170	22,987	31,528
投资性房地产	725	793	773	764	利润总额	94,466	111,903	142,036	178,206
无形资产	63,756	76,826	87,801	94,253	所得税	14,482	17,155	21,775	27,320
长期股权投资	227,790	249,774	313,207	387,292	净利润	79,984	94,748	120,261	150,886
其他金融资产-记损益	91,702	109,402	137,186	169,636	少数股东损益	1,265	1,187	1,668	2,123
其他金融资产-不记损益	45,212	53,939	67,637	83,636	归母净利润	78,719	93,561	118,594	148,764
其他非流动资产	37,286	44,483	55,780	68,974	EBITDA	110,377	140,572	175,048	215,017
非流动资产合计	506,441	589,563	731,218	887,951	EBIT	76,365	94,673	118,935	146,739
资产合计	723,521	836,324	996,105	1,204,977	NOPLAT	64,658	80,159	100,701	124,243
短期借款	26,834	22,000	21,510	23,448	EPS (摊薄)	8.24	9.79	12.41	15.57
应付票据	13,720	15,044	16,954	18,960					
应付账款	73,735	89,431	110,333	137,873					
应计负债及其他应付款	33,312	36,527	41,165	46,034					
递延收入	42,375	51,812	62,372	73,912					
其他负债	12,459	13,661	15,396	17,217					
流动负债合计	202,435	228,476	267,730	317,443					
长期借款	87,437	90,000	86,510	87,982					
长期应付款	56,095	43,486	44,269	47,950					
其他非流动负债	21,347	23,407	26,379	29,499					
非流动负债合计	164,879	156,894	157,159	165,432					
归属母公司所有者权益	323,510	417,071	535,665	684,428					
少数股东权益	32,697	33,884	35,551	37,674					
所有者权益合计	356,207	450,955	571,216	722,102					
负债和股东权益	723,521	836,324	996,105	1,204,977					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	122,162	145,011	176,165	220,256	每股收益(元)	8.2	9.8	12.4	15.6
投资活动现金流	-152,075	-111,109	-176,755	-195,789	每股净资产(元)	33.9	43.7	56.1	71.7
筹资活动现金流	49,208	-14,759	-111	10,151	发行在外股份(百万股)	9520	9553	9553	9553
现金净增加额	-7,883	19,143	-701	34,618	ROIC(%)	28.3%	29.6%	33.6%	35.1%
折旧和摊销	34,012	45,900	56,114	68,278	ROE(%)	24.3%	22.4%	22.1%	21.7%
资本开支	65,526	73,414	81,557	89,284	毛利率(%)	45.5%	44.7%	44.7%	44.7%
营运资本变动	-20,218	-20,337	-20,917	-30,253	销售净利率(%)	25.2%	25.1%	25.4%	25.7%
					资产负债率(%)	50.8%	46.1%	42.7%	40.1%
					收入增长率(%)	31.5%	19.3%	25.4%	23.7%
					净利润增长率(%)	10.1%	18.9%	26.8%	25.4%
					P/E	42.4	35.7	28.2	22.5
					P/B	10.3	8.0	6.2	4.9
					EV/EBITDA	31	25	20	16

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

