

2020年07月10日

腾讯控股 (00700.HK) 深度报告

深度分析

社交王者，继往开来

投资要点

- ◆ **低调务实的管理团队把握每轮大机遇。**在高速迭代的互联网世界，企业经营“不进则退”。事实上，腾讯帝国 22 年的构建史并非“顺风顺水”，面对每轮危机，以马化腾、刘炽平为首的管理团队均能识清大局，积极推动组织架构变革以推进战略转型，彰显出低调却深厚的管理智慧。2018 年 9 月，腾讯正式启动第三次组织架构调整，明确了“扎根消费互联网、拥抱产业互联网”的战略目标。经过近一年调整期，4Q19 腾讯主要业务条线均展现出营收同比增速改善的迹象，而突如其来的新冠疫情更是进一步激发了腾讯内容生态的变现潜力以及社交流量的商业价值。
- ◆ **依托垄断社交流量，高质量多元化变现。**通过“微信+QQ”双社交平台的搭建，腾讯的用户总量近似等于中国互联网总人口，腾讯系用户移动端总时长常年占据大盘的 40% 以上。依托于垄断社交流量，腾讯牢牢地掌控着最具盈利价值的关键业务，于网络游戏、数字内容、网络广告、金融科技等核心赛道均位居领先地位，主营业务经营利润率始终保持在 30% 以上。
- ◆ **战略投资拓宽边界、加厚壁垒、提振价值。**在将电商业务与京东合并之后，腾讯充分地意识到并非在所有互联网赛道上都能“撸起袖子自己上”，转而凭借社交流量赋予的“上帝视角”甄选项目，将稳定性和盈利能力相对较低或自身缺乏经营优势的一组业务通过战略投资的方式交给合作伙伴，并通过“流量内核”增强了合作伙伴的经营稳定性。最终，强如拼多多、京东、美团点评等合作伙伴脱颖而出，从多个维度去扩大了腾讯的业务边界，进一步巩固了“腾讯帝国”。2014-2019 年，腾讯对外投资接近 4000 亿元，年复合投资回报率超过 25%。
- ◆ **盈利预测与估值建议：**我们预测，2020-2022 年腾讯控股将实现 Non-IFRS 归母净利润 1195/1451/1728 亿元，同比分别增长 26.7%、21.4%、19.1%。在估值方面，我们为腾讯账面价值超 4000 亿元的投资类资产单独估值，得出每股经调整 NAV 为 67 港元，而主营业务则通过 DCF 估值得出每股价值为 537 港元。最终，目标估值为每股 605 港元，较 7 月 8 日收盘价溢价 11%。
- ◆ **投资建议：**腾讯控股仍然是中国互联网行业中确定性最高的企业之一。展望未来，腾讯将在消费互联网领域长期受益于居民线上消费行为的渗透率提升，并通过持续打磨优质内容扩大市场份额；而在产业互联网领域，腾讯也将把 C 端积累的能力与经验有效输出，帮助其他企业更好地服务用户、提升供需两侧匹配效率，并最终实现 C2B2C 的闭环。综上，我们给予腾讯控股增持-A 建议。
- ◆ **风险提示：**互联网行业监管风险；在线娱乐行业不同形式之间竞争激烈的风险；游戏行业市场竞争加剧的风险；宏观经济不振对于广告业务潜在风险；云计算行业竞争激烈、拖累盈利能力的风险。

| III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2020-07-10)

546.50 港元

交易数据

总市值(百万港元)	5,221,897.93
流通市值(百万港元)	5,221,897.93
总股本(百万股)	9,555.17
流通股本(百万股)	9,555.17
12个月价格区间	312.20/564.00 港元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.31	34.14	64.93
绝对收益	25.98	40.02	56.22

分析师

高猷嘉

SAC 执业证书编号: S0910520060002

gaoyoujia@huajinsec.cn

021-20377166

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	312,694	377,289	475,168	582,408	697,893
YoY(%)	31.5	20.7	25.9	22.6	19.8
净利润(百万元)	78,719	93,310	105,549	128,253	152,434
YoY(%)	25.2	24.7	22.2	22.0	21.8
毛利率(%)	45.5	44.4	45.4	45.2	45.0
EPS(摊薄/元)	8.23	9.64	10.95	13.25	15.68
ROE(%)	22.5	19.6	18.0	17.8	17.4
P/E(倍)	69.3	58.5	51.7	42.5	35.8
P/B(倍)	15.3	11.2	9.1	7.5	6.1
净利率(%)	25.2	24.7	22.2	22.0	21.8

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、复盘腾讯二十二年：关键时刻的三次组织架构变革	7
1、上市迄今累计涨幅超过 600 倍的超级成长股：	7
2、第一次组织架构变革：拒当“寄生虫”，拥抱互联网：	8
3、第二次组织架构变革：社交流量为盾，内容与投资为矛	10
4、第三次组织架构变革：扎根消费互联网，拥抱产业互联网	13
二、社交流量构筑腾讯帝国，商业变现模式高效且多元化	16
1、如何理解腾讯的经营战略？	16
2、网络游戏业务：大象再次起舞，强势 Pipeline 为增长蓄力	18
(1) 行业概况：疫情推动行业井喷增长，游戏出海顺理成章	18
(2) 腾讯游戏：底蕴深厚的全球龙头，社交流量构筑经营壁垒	20
3、社交网络业务：无所不在的泛娱乐之王	24
(1) 腾讯视频：沙漠之花	25
(2) 腾讯音乐：坐拥 8 亿 MAU 流量池	27
(3) 阅文集团：IP 产业掘金者	31
4、网络广告业务：重装上阵，不再克制	33
(1) 行业概况：互联网用户总时长逼近天花板，网络广告大盘预期进入中速增长阶段	33
(2) 腾讯广告：重装上阵，不再克制	36
5、腾讯金融科技：成长中的“摇钱树”	41
6、云及企业服务：全速追赶，后劲可期	45
三、腾讯投资版图梳理：低调却凶猛的顶级“造梦师”	49
1、腾讯真的是一家投资公司吗？	49
2、腾讯投资业务如何体现在财务报表中？	50
(1) 于联营公司的投资：	50
(2) 金融资产：	51
3、腾讯的投资思路是什么？	51
4、如何评估腾讯投资业务的战绩？	53
四、盈利预测与估值建议	56
1、主要假设	56
(1) 营业收入：	56
(2) 毛利率与费用率预测	57
2、盈利预测	58
3、估值	58
4、投资建议	60
五、风险提示	60

图表目录

图 1：腾讯上市前历史	7
图 2：腾讯控股股权结构（2020 年 7 月 2 日）	7
图 3：腾讯控股的三次组织架构变革	8
图 4：“移动梦网”业务模式	8
图 5：腾讯上市当年营收结构	9

图 6: 腾讯首次组织架构调整 (2005 年)	9
图 7: QQ 月活跃用户数增长趋势 (2005-2011)	10
图 8: 互联网增值服务逐渐占据主导	10
图 9: 腾讯第二次组织架构变革 (2012 年)	11
图 10: 腾讯电商业务经营情况	12
图 11: 第二次组织架构变革的再修正 (2014 年)	12
图 12: “QQ+微信”的双社交平台确立	12
图 13: 增值服务业务增长趋势	13
图 14: 第二次组织架构变革后的营收表现	13
图 15: 腾讯于 2018 上半年重启微视的投入	13
图 16: 马化腾回应《腾讯没有梦想》	14
图 17: 腾讯第三次组织架构变革 (2018 年)	15
图 18: 腾讯重组 ToB 业务架构	15
图 19: 腾讯季度雇员新增人数同比增长明显	16
图 20: CSIG 事业群的招聘力度最大	16
图 21: 依托流量优势, 腾讯通过网络游戏、网络等业务商业变现	17
图 22: 腾讯 Non-IFRS 经营利润率常年在 30%以上	17
图 23: 腾讯营收绝对值持续增长	18
图 24: 腾讯营收结构持续优化	18
图 25: 中国游戏产业进入成熟期	19
图 26: 疫情推动一季度网络游戏用户规模快速增长	19
图 27: 一季度中国网络游戏市场规模大幅增长	19
图 28: 中国自主研发游戏海外市场增速超国内市场	20
图 29: 19 年中国自研移动游戏海外重点地区收入分布	20
图 30: 腾讯网络游戏业务大事记	20
图 31: 依托于庞大社交流量,《王者荣耀》、《和平精英》均为大 DAU 游戏	21
图 32: 游戏版号发放情况	21
图 33: 腾讯网络游戏业务经营趋势	21
图 34: 腾讯网络游戏收入结构	22
图 35: 一季度腾讯递延收入环比大幅增长	22
图 36:《PUBG Mobile》、《和平精英》过去 7 个月总流水破 30 亿美元	23
图 37: 腾讯泛娱乐业务持续增长	25
图 38: 注册收费用户数、单用户价值增长趋势	25
图 39: 爱奇艺持续经营亏损	25
图 40: 长视频用户总时长增长有瓶颈	26
图 41: 爱奇艺、腾讯视频月活领先于其他玩家	26
图 42: 爱奇艺、腾讯视频订阅付费数均破亿	26
图 43: 爱奇艺 ARPPU 增长趋势	27
图 44: 奈飞对于美国家庭渗透率已接近 50%	27
图 45: 奈飞美国本土 ARPPU 持续上涨	27
图 46: 腾讯音乐旗下产品用户数领先	28
图 47: 腾讯音乐业务模式	28
图 48: 腾讯音乐用户增长趋势	28
图 49: 社交娱乐业务是腾讯音乐的主要变现方式	29
图 50: 网络直播用户规模变化趋势	29

图 51: 腾讯音乐付费用户增长趋势.....	30
图 52: 腾讯音乐在线音乐业务 ARPPU 稳步增长.....	30
图 53: TME Live.....	31
图 54: 网络文学市场用户增长趋势.....	32
图 55: 阅文集团在线阅读业务主要运营指标.....	32
图 56: 阅文集团在线阅读业务营收趋势.....	32
图 57: 并购新丽传媒, 阅文版权运营业务营收大幅增长.....	33
图 58: 新丽传媒 2018-2019 年未完成业绩承诺.....	33
图 59: 《全职高手》IP 开发案例.....	33
图 60: 中国广告经营额变化 (1999-2019).....	34
图 61: 中国网络广告市场规模 (2010-2019).....	35
图 62: 中国移动互联网月活用户规模、人均单日时长.....	35
图 63: Questmobile 互联网广告市场规模 (季度).....	36
图 64: 腾讯网络广告业务经营趋势.....	36
图 65: 社交及其他广告占据主导.....	37
图 66: 主要互联网企业时长份额.....	37
图 67: 主要新闻类应用用户时长比较.....	37
图 68: 微信广告分类.....	38
图 69: 腾讯社交及其他广告营收结构 (估算).....	38
图 70: 微信用户总时长趋势.....	38
图 71: 微信朋友圈广告加速变现.....	38
图 72: 互联网广告市场结构变化趋势.....	39
图 73: 推出全新信息流平台腾讯看点.....	39
图 74: 腾讯广告市场份额变化趋势.....	40
图 75: 单用户广告收入对比 (腾讯 vs 脸书亚洲).....	40
图 76: 腾讯金融科技概览.....	41
图 77: 移动支付用户规模仍有增长空间.....	42
图 78: 中国第三方移动支付市场规模市场份额.....	42
图 79: 日均交易笔数比较 (财付通 vs 支付宝).....	43
图 80: 微信的用户粘性奠定优势.....	43
图 81: 2019 年腾讯金融科技业务营收结构 (估算).....	44
图 82: 中国线上零售渗透率持续提升.....	44
图 83: 中国云计算市场规模保持较快增长.....	46
图 84: 中国云计算市场占有率.....	46
图 85: 腾讯云、阿里云、AWS 年度营收比较 (阿里云调整至自然年).....	47
图 86: 腾讯云、阿里云季度营收比较.....	47
图 87: 中国云计算市场规模 (按下游行业).....	48
图 88: 阿里云已接近盈亏平衡.....	48
图 89: AWS 已展现良好的盈利能力.....	48
图 90: 2014-2019 年腾讯快速扩大投资版图.....	49
图 91: 腾讯资产结构变化.....	50
图 92: IFRS9 对于投资类资产的定义.....	51
图 93: 腾讯投资数量、金额、轮次统计.....	52
图 94: 腾讯投资行业分布 (全时期).....	52
图 95: 腾讯投资行业分布 (最近一年).....	52

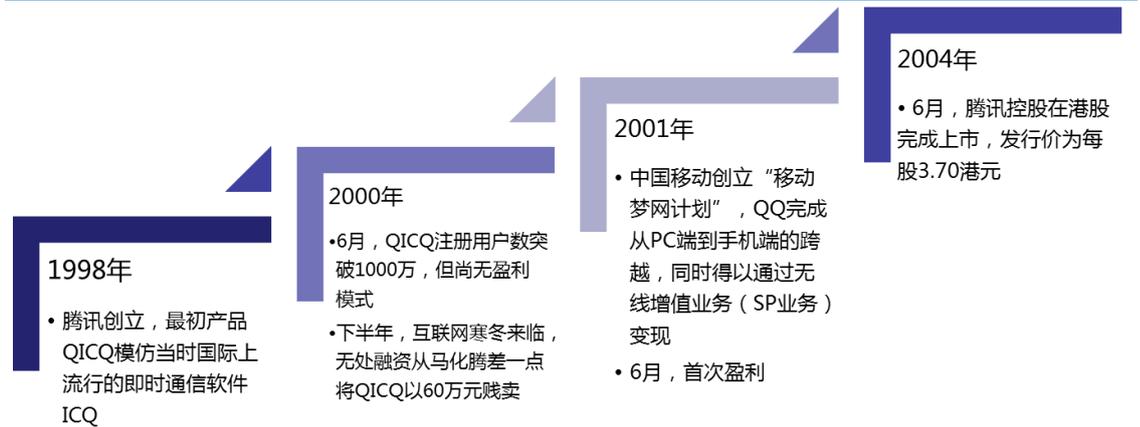
图 96: 主要投资机构中国独角兽(市值>10 亿美元)上榜次数.....	53
图 97: 腾讯其他收益净额明细.....	54
图 98: 腾讯其他收益净额变化趋势.....	54
图 99: 腾讯分占联营/合营公司盈利变化趋势.....	54
图 100: 腾讯金融资产投资回报率测算.....	55
图 101: 腾讯联营资产投资回报率测算.....	55
图 102: 2019 年腾讯联营资产经营情况.....	59
表 1: 腾讯游戏 Pipeline.....	23
表 2: 腾讯投资的部分海外游戏厂商.....	24
表 3: 腾讯金融科技大事记.....	41
表 4: 线上支付佣金收入(估算).....	45
表 5: 每日优鲜融资情况.....	52
表 6: 腾讯成功命中了 14 家 Top50 独角兽.....	53
表 7: 腾讯营业收入拆分预测.....	57
表 8: 腾讯营业收入预测结果表.....	58
表 9: 腾讯营业收入预测结果表.....	58
表 10: WACC 计算工程.....	59
表 11: 投资资产经调整 NAV 测算(2019 年).....	59
表 12: 腾讯主要权益资产今年以来市值大增.....	60
表 13: 可比公司估值.....	60

一、复盘腾讯二十二年：关键时刻的三次组织架构变革

1、上市迄今累计涨幅超过 600 倍的超级成长股：

1998 年 11 月，马化腾联合张志东、许晨晔、陈一丹、曾李青共同创立了腾讯控股的前身——深圳市腾讯计算机系统有限公司。次年 2 月，模仿当年国际上流行的即时通讯软件“QICQ”（2000 年更名为 QQ）问世。

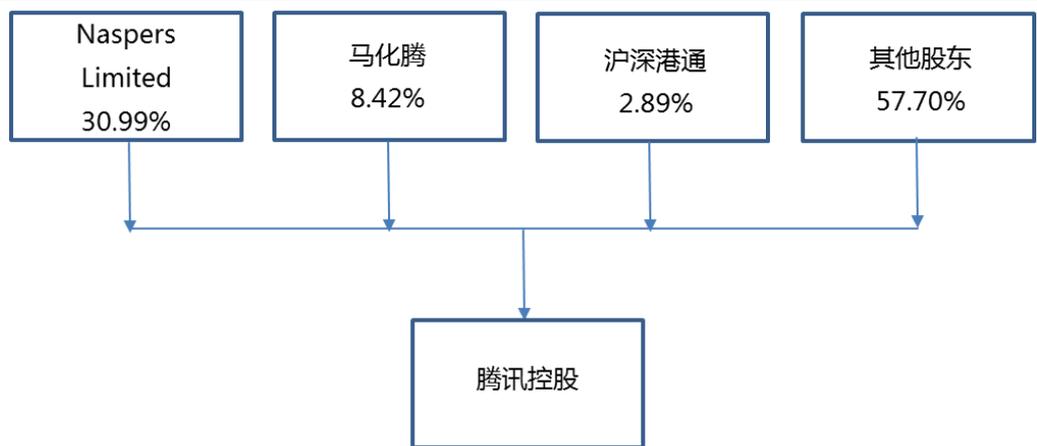
图 1：腾讯上市前历史



资料来源：互联网，招股书，华金证券研究所

2004 年 6 月，腾讯控股登陆港股市场，发行价为每股 3.70 港元。目前，马化腾个人持股 8.42%，南非报业集团作为早期投资者持股 30.99%。

图 2：腾讯控股股权结构（2020 年 7 月 2 日）



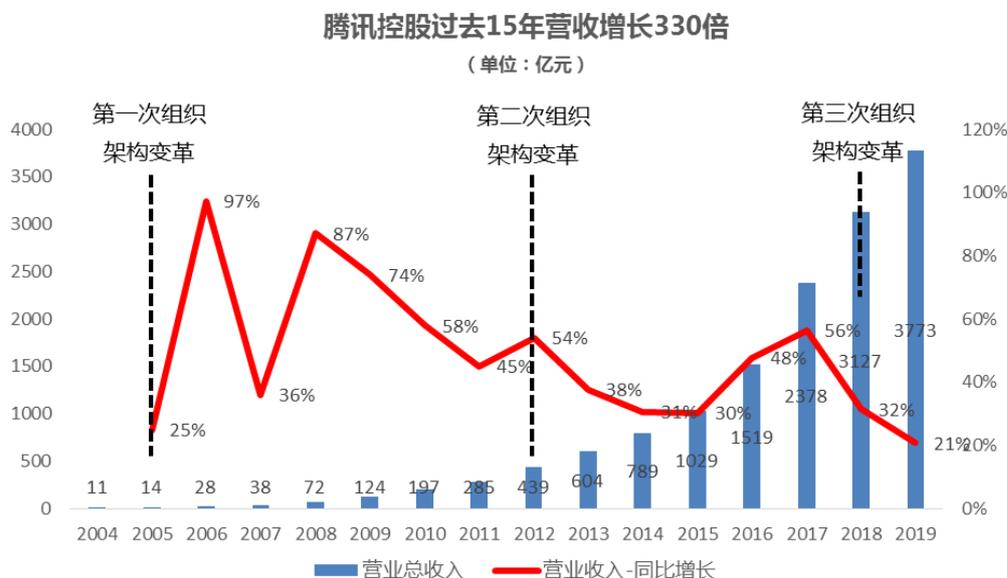
资料来源：港交所披露易，华金证券研究所

上市以来，公司股价经复权后已较发行价累计上涨了 600 余倍。即便从金融危机爆发后的 2009 年起算，腾讯控股经复权后股价涨幅亦接近 40 倍。

超级成长股的背后是扎实的经营业绩。2004-2019 年，腾讯控股的营业收入累计增长 330 倍，复合增长率为 47%，归母净利润累计增长了 206 倍，复合增长率为 43%。

事实上，“鹅厂”看似一帆风顺的发展历程中夹杂着数次生死攸关的经历，而在危机关头马化腾均做出了至关重要的战略调整，带领腾讯控股化险为夷并笑傲了消费互联网的黄金二十年。而在最新的一次组织架构变革之中，云与智慧产业事业群（CSIG）的成立标志着腾讯吹响了产业互联网的“集结号”。

图 3：腾讯控股的三次组织架构变革



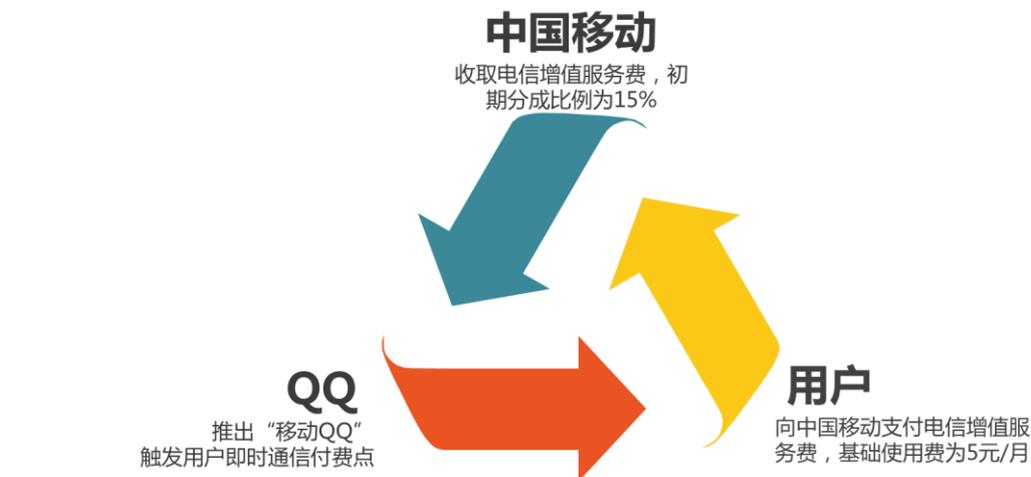
资料来源：公司财报，华金证券研究所

2、第一次组织架构变革：拒当“寄生虫”，拥抱互联网：

2001年，已积累千万QQ用户基础但缺乏变现途径的腾讯控股绝处逢生。彼时，中国移动刚刚推出“移动梦网计划”，吸引腾讯在内的互联网服务提供商的加盟。

得益于“移动梦网”构筑的手机上网平台，QQ的应用场景从PC端走向了移动端，并且通过与运营商分成的电信增值服务业务赚得了“第一桶金”。

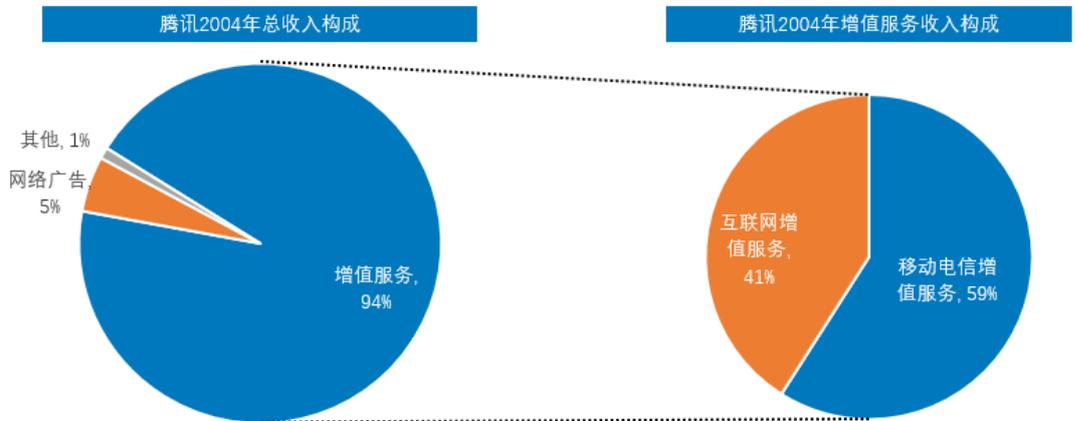
图 4：“移动梦网”业务模式



资料来源：招股书，华金证券研究所

2004年，QQ活跃用户达到1.35亿，全年营业收入11.4亿，其中电信增值服务收入为6.4亿，是腾讯当时第一大业务和“现金牛”，也奠定了腾讯上市的基础。

图 5：腾讯上市当年营收结构



资料来源：公司财报，华金证券研究所

2004年10月，中国移动要求将移动梦网业务的分成比例提升至50%。彼时，QQ垄断了即时通信类增值服务的利润，高峰期甚至占据了WAP数据流量的70%，并抑制了电信运营商传统短信业务的生存空间。

另一方面，在“QQ秀”上看见胜利曙光的腾讯控股亦有意摆脱SP业务沦为运营商“寄生虫”的现状，决定将命运掌握在自己手中。

2005年10月，腾讯总办发布“深腾人字38号文件”，上市后首次组织架构变革正式开启，而重点在于强化产品部门的创新与引领作用（“BU”化）。简而言之，此前的研发线与市场线被替换至5个新业务系统与3个服务支持部门。

图 6：腾讯首次组织架构调整（2005年）



资料来源：互联网，华金证券研究所

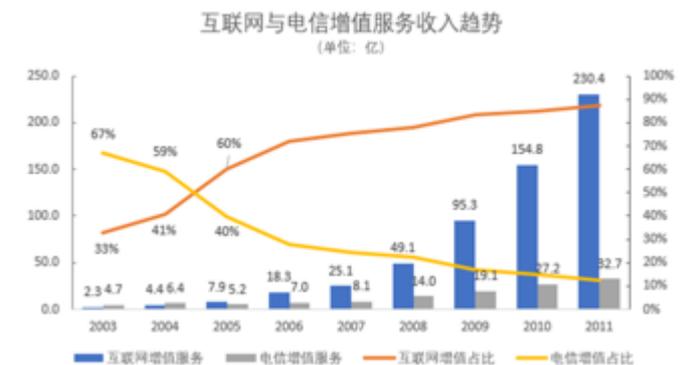
值得一提的是，刚加入腾讯的前高盛投行部执行董事刘炽平负责企业发展部，并担任首席战略投资官，奠定了腾讯的投资基因，而任宇昕执掌互动娱乐业务是腾讯杀入网络游戏业务的重要信号。此外，创始人之一的许晨晔执掌网络媒体业务，向新浪/网易/搜狐等门户网站宣战。

2006年，腾讯宣布将终止与中国移动包括梦网项目在内的一系列合作。同时，随着移动通信技术、手机性能快速发展，腾讯开始利用免费的手机QQ软件逐步替代收费的移动QQ增值服务。2011年末，QQ月活跃用户数达到7.2亿，较2005年增长257%，年复合增速达到23.6%。

从收入上看，2005年，中国移动改变分成政策导致电信增值服务收入同比下降19%，但互联网增值服务收入同比增长79%，占比提升至60%。2006年，互联网增值服务收入同比增长132%，彻底宣告摆脱了对中国移动的依赖。

图7：QQ月活跃用户数增长趋势（2005-2011）

图8：互联网增值服务逐渐占据主导



资料来源：公司财报，华金证券研究所

资料来源：公司财报，华金证券研究所

3、第二次组织架构变革：社交流量为盾，内容与投资为矛

2012年是中国互联网行业的分水岭，移动端用户总时长首次超过PC端，标志着移动互联网时代的全面来临。尽管新浪微博在微博大战中胜出并短暂切入了腾讯独占的在线社交领域，但尚处于萌芽状态的微信让马化腾看到了腾讯在移动互联网战场上的希望。

在当时，不合理的业务单元划分违背了产品体验至上的初衷，更无法适应移动互联网时代的竞争。比如，QQ散落在三个业务部门，QQ、无线QQ、QQ的增值服务和SNS业务三个板块各自为政，内部协调成了一个大问题。

为了减少内耗确立事业群化，调整后业务被重新划分为企业发展事业群(CDG)、互动娱乐事业群(IEG)、移动互联网事业群(MIG)、网络媒体事业群(OMG)、社交网络事业群(SNG)，整合原有的研发和运营平台，成立新的技术工程事业群(TEG)，以及腾讯电商控股公司(ECC)。

图 9：腾讯第二次组织架构变革（2012 年）



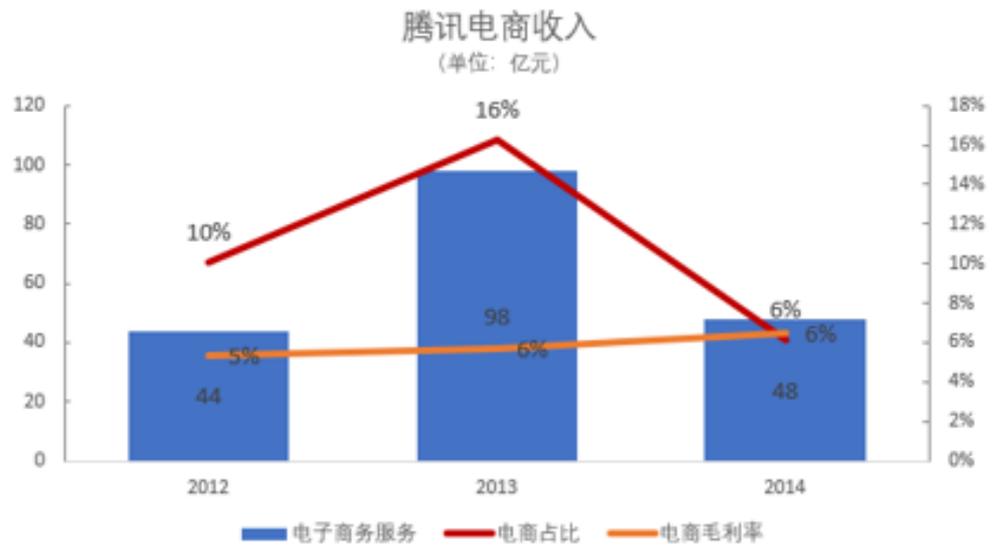
资料来源：互联网，华金证券研究所

在人员调整上，帮助 QQ 秀实现“从 0 到 1”的汤道生执掌社交网络事业群，而游戏业务掌门人任宇昕负责互动娱乐、网络媒体两大事业群，并任腾讯控股首席运营官。

2011 年，腾讯曾推出 B2B2C 平台 buy.qq.com，希望凭借庞大的用户基数和便捷的支付方式推动电商业务快速发展，并在 2012 年的架构调整中将电商列为一个独立分部。最终，电商业务发展并不顺利，腾讯电商业务毛利率仅 5%-6%，收入占比在 2013 年的时候达到 16%，却不能贡献明显的利润。

2014 年 3 月，腾讯与京东建立了战略合作关系，并将电商相关业务与京东进行了合并。2015 年，腾讯彻底退出电商业务。

图 10：腾讯电商业务经营情况



资料来源：公司财报，华金证券研究所

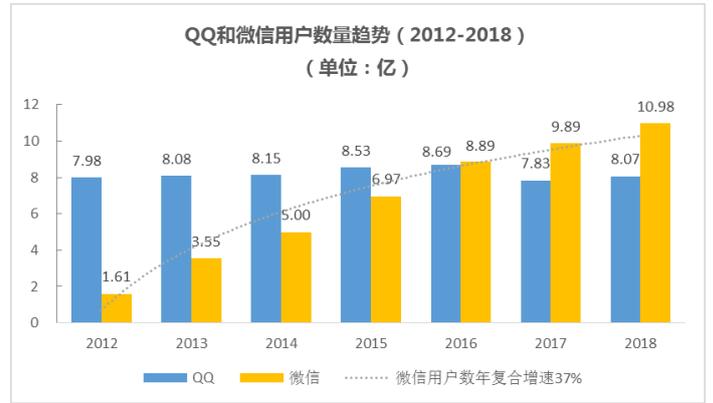
2014 年，组织架构进行了微调，电商业务线解散，拍拍团队并入京东，余下的 O2O 业务等以及财付通的部分团队并入微信事业群，微信独立成军并由产品创始人张小龙负责，标志着腾讯的重心转为“QQ+微信”的双社交平台。

图 11：第二次组织架构变革的再修正（2014 年）



资料来源：互联网，华金证券研究所

图 12：“QQ+微信”的双社交平台确立



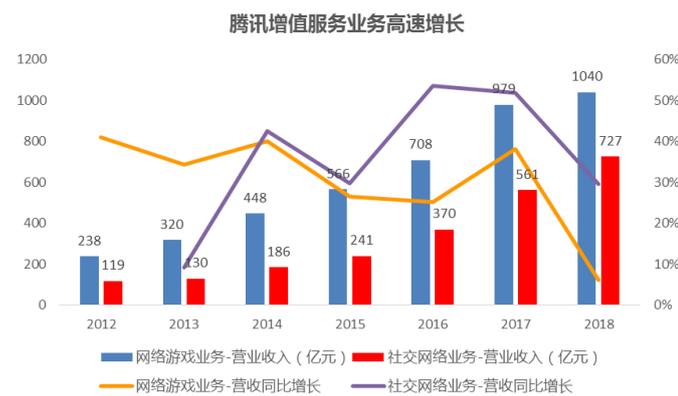
资料来源：公司财报，华金证券研究所

“QQ+微信”的双社交平台战略确立之后，腾讯巩固了流量基本盘，并尝试各种流量变现途径。

在庞大移动互联网流量的支持之下，腾讯牢牢地掌握着最具盈利价值的关键业务——网络游戏，2012-2017 年引领了网络游戏行业的超高速发展。同时，在数字内容领域，腾讯于在线音乐、网络文学等赛道遥遥领先，于长视频赛道与爱奇艺（IQ.O）并驾齐驱。

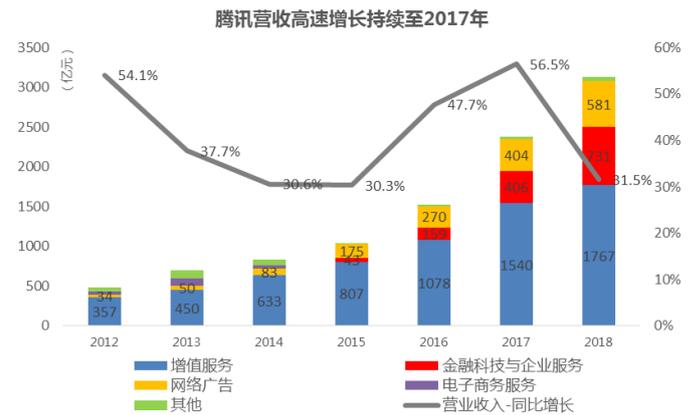
腾讯将稳定性和盈利能力相对较低或自身缺乏经营优势的一组业务通过战略投资的方式交给合作伙伴，通过“流量内核”增强了合作伙伴的经营稳定性，合作伙伴则从多个维度去扩大了腾讯的业务边界，进一步巩固了“腾讯帝国”。

图 13: 增值服务业务增长趋势



资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

图 14: 第二次组织架构变革后的营收表现



资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

4、第三次组织架构变革: 扎根消费互联网, 拥抱产业互联网

2018年, 微信用户数已达11亿, 意味着移动互联网的用户红利进入尾声。自2018年3月开始, 网络游戏监管力度加强, 重磅游戏《绝地求生: 刺激战场》无法货币化, 三季度《天天德州》、《怪物猎人: 世界》被直接下架。2018年, 腾讯控股的网络游戏业务营收仅同比增长6%。

另一方面, 在抖音与快手的引领之下, 短视频赛道正异军突起, 且这两台“用户时长收割机”已开始显现出强大的货币化潜力。与之相对的是, 腾讯早于2013年便推出了短视频创作与分享平台微视, 但很快便被战略边缘化, 直到2018年上半年才重新加大对于微视的投入。

图 15: 腾讯于2018上半年重启微视的投入

微视短视频项目说明书

微视项目背景概况:
微视是腾讯旗下的一款短视频 APP, 是腾讯现阶段定位于战略级产品。由于近期抖音短视频的火爆, 已抢占了大量流量, 让腾讯感觉到了威胁, 一方面采用霹雳手段狙击抖音在微信朋友圈的传播, 一方面自身加大力度投入内容建设, 用现金补贴的方式引入优质达人内容。

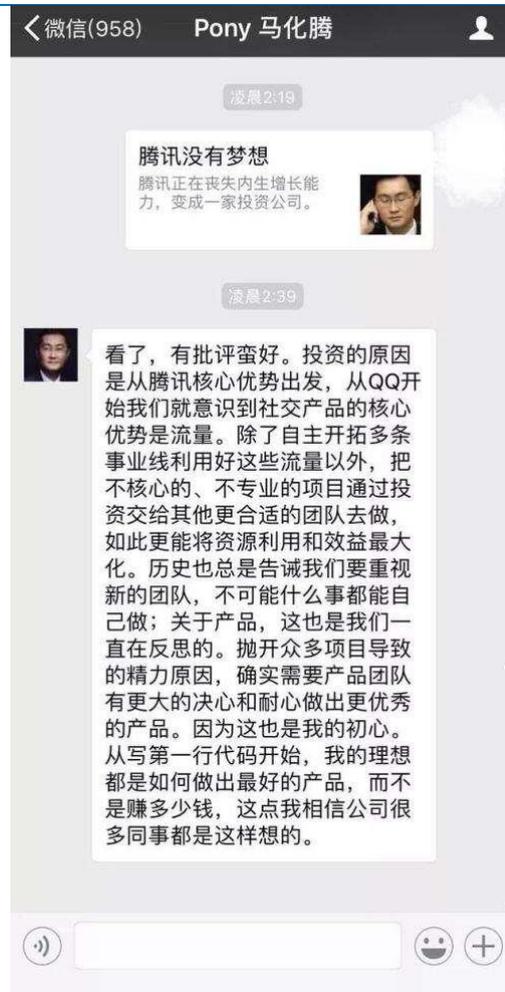
内容补贴政策:
计划补贴总额度: 30 亿元
补贴时间: 2018 年 4 月-8 月
补贴对象: 有一定创作表演能力的达人, 高颜值的美女帅哥, 萌娃萌宠, 有特别技能的人。
补贴标准: 补贴分为三个等级, S, A, B 三级, S 级最高, B 级最低, S 级补贴标准: 1500 元/条, A 级补贴标准: 500 元/条, B 级补贴标准: 140 元/条, 每个账号每月最高 30 条。
内容调性要求: 走高逼格路线, 有一定的审美情趣, 清纯, 可爱, 帅气, 有趣, 搞笑。
账号注册流程: 申请人自行下载微视 APP, 用 QQ 号申请一个微视账号, 设置好昵称, 绑定手机号, 拍摄并发布两条审核用的 DEMO 视频。
内容审批流程: 账号拍完两条 demo 视频后, 将 ID 号 (注册账号的 QQ 号) 发送给青格文化审核负责人, 青格文化进行初审, 初审通过后发送给微视审核, 审核通过后账号进入补贴达人库, 进入达人库后账号自动变成精选号, 在首页的推荐位置上给用户自动播放。
短视频考核要求: B 级短视频基础考核指标: 点赞数 50 个, 播放量 1000 次。

资料来源: 互联网, 华金证券研究所

2018年5月, 一篇《腾讯没有梦想》的文章刷爆了互联网, 直指腾讯的经营过度依赖于战略投资、不重视内部产品创新。当年, 腾讯控股的股价于1月见顶, 至10月最低点几乎被腰斩。

面对内忧外患与舆论质疑，马化腾再次肯定了“社交流量为盾，战略与投资为矛”的发展战略。而从 2018 年 9 月开启的第三次组织架构变革来看，更加令腾讯核心管理团队关注的是如何通过数字技术为产业升级，把消费者和产业对接起来以创造巨大的社会和产业价值。

图 16：马化腾回应《腾讯没有梦想》



资料来源：互联网，华金证券研究所

第三次组织架构变革主要基于原有七大事业群进行重组整合。一方面，新的组织架构保持深耕垂直领域的优势和特点，保留原有的企业发展事业群（CDG）、互动娱乐事业群（IEG）、技术工程事业群（TEG）、微信事业群（WXG）；又突出聚焦融合效应，新成立云与智慧产业事业群（CSIG）、平台与内容事业群（PCG）。在人事安排上，汤道生完成了社交网络事业群的使命，作为多年以来腾讯云的实际控制人，正式挂帅云与智慧产业事业群。

图 17：腾讯第三次组织架构变革（2018 年）



资料来源：互联网，华金证券研究所

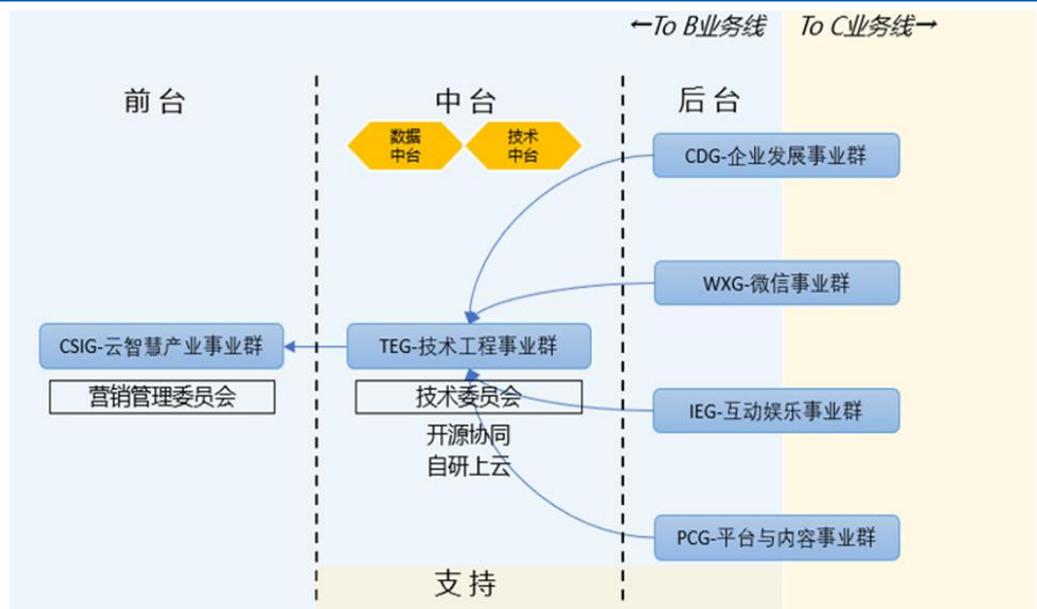
2019 年 1 月 9 日，腾讯成立了技术委员会，加强技术共享的文化与协同，正式确立中台。

技术委员会下设“开源协同”和“自研上云”两个项目组，全面整合公司技术，推动各产品开源与上云。通过开源促进协同，通过上云加强共享，将腾讯的技术统一标准化，减少浪费的同时，可以更高效地将技术交付给客户。

2019 年 6 月初，腾讯正式成立 CSIG 营销管理委员会，主要为了将集团与 CSIG 的力量结合，探索有腾讯特点的产业互联网营销模式。

CSIG 成为了腾讯 ToB 战略对外的唯一营销窗口，负责广告投放、品牌规划等商业化动作。实际操作中 CSIG 使用统一的界面去服务客户，而产品来则来自于腾讯的各大事业群。

图 18：腾讯重组 ToB 业务架构



资料来源：华尔街见闻，华金证券研究所

腾讯的中台就是腾讯服务内部业务过程中形成的能力的整合，具体可以分为两大类：数据中台和技术中台。数据中台又包括用户中台、应用中台、内容中台等；技术中台包括通信中台、AI中台、安全中台等。

用户中台是腾讯多年来在 QQ 和微信中形成的一套体系，可以为客户提供用户增长、用户沟通、用户数据保护、会员管理等完整工具；内容中台，是将腾讯作为全球最大的内容服务提供商的业务能力包装成的一个方案；通信中台，是即时通信和运营商能力的结合。诸如此类有价值的的能力构成了腾讯的中台体系，客户可以通过 API（应用程序编程接口）的方式进行集成，并整合到业务场景中去。

C2B 是腾讯面向产业互联网的重要战略和主要优势。在 C 端，有微信和 QQ 两大社交平台触达十亿用户，也有长期积累下来的用户洞察和运营经验。腾讯把 C 端的能力与经验输出给合作伙伴，并提供公众号、小程序、支付、企业微信等连接器，让企业更好地服务用户，提升供需匹配效率，最终实现 C2B2C 的闭环。

在智慧零售、出行等领域，这一模式已经初见成效。汽车行业中，腾讯利用用户中台，为车企打造了智慧车销方案，覆盖售前、售中、售后全周期，提升车企获客、待客、留客的效能。

根据 2020 年 6 月中旬的招聘信息，正在招聘的 5907 个岗位中，CSIG 的招聘岗位数为 1573 个，是所有事业群之最。此外，目前半数以上“销售、服务与支持类”的在招聘来自于 CSIG，从侧面可以看出腾讯正在加紧扩张云业务的人员。

图 19：腾讯季度雇员新增人数同比增长明显



资料来源：公司财报，华金证券研究所

图 20：CSIG 事业群的招聘力度最大



资料来源：腾讯招聘，华金证券研究所

二、社交流量构筑腾讯帝国，商业变现模式高效且多元化

1、如何理解腾讯的经营战略？

腾讯的核心是由 11 亿+用户组成的社交帝国。除了“QQ+微信”的双社交平台，腾讯通过 QQ 浏览器、腾讯视频、王者荣耀等国民应用软件矩阵，与所有中国互联网用户建立起了超强粘性，并为其业务生态提供持续增长的基础动力。

依托于流量优势，腾讯牢牢地掌控着最具盈利价值的关键业务，于网络游戏、数字内容、网络广告、金融科技等核心赛道上均位居领先地位，而起步相对较晚的云服务业务在奋力追赶。

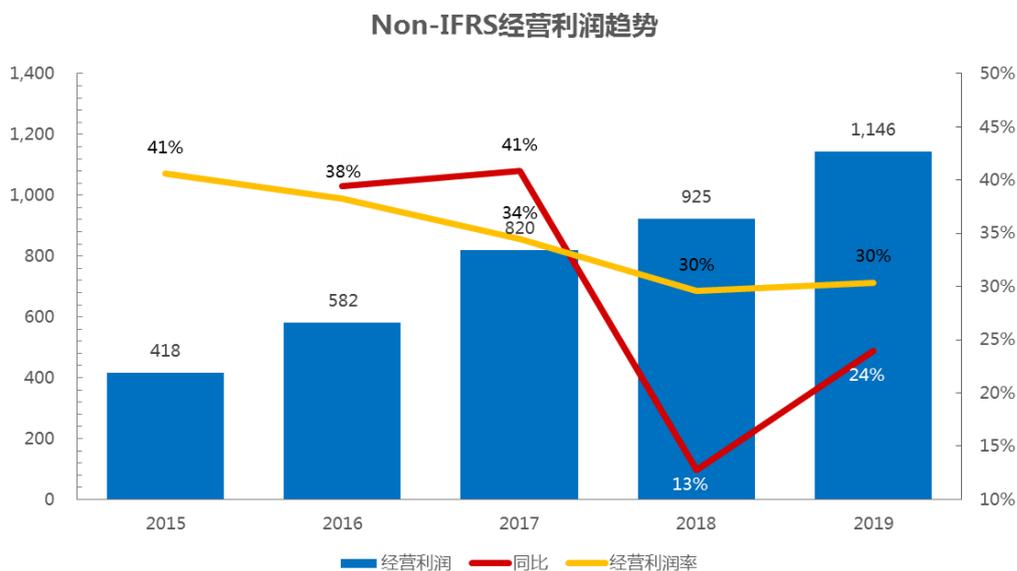
图 21：依托流量优势，腾讯通过网络游戏、网络等业务商业变现



资料来源：公司财报，华金证券研究所

腾讯控股的上述关键业务的综合经营利润率常年超过 30%，2019 年经营利润 (Non-IFRS) 高达 1146 亿元。

图 22：腾讯 Non-IFRS 经营利润率常年在 30%以上



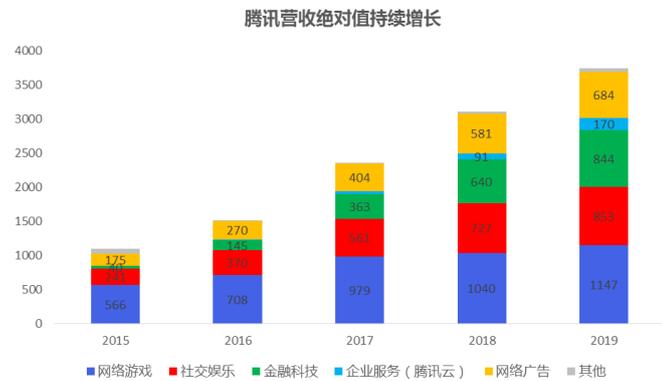
资料来源：公司财报，华金证券研究所

另一方面，腾讯将稳定性和盈利能力相对较低或自身缺乏经营优势的一组业务通过战略投资的方式交给合作伙伴，通过“流量内核”增强了合作伙伴的经营稳定性，合作伙伴则从多个维度去扩大了腾讯的业务边界，进而进一步巩固了“腾讯帝国”（详见下一章节分析）。

腾讯呈现着由战略规划和组织变革所共同推进的业务递进，它不仅表现为营收数字的持续增长，还表现为营收结构的持续优化。

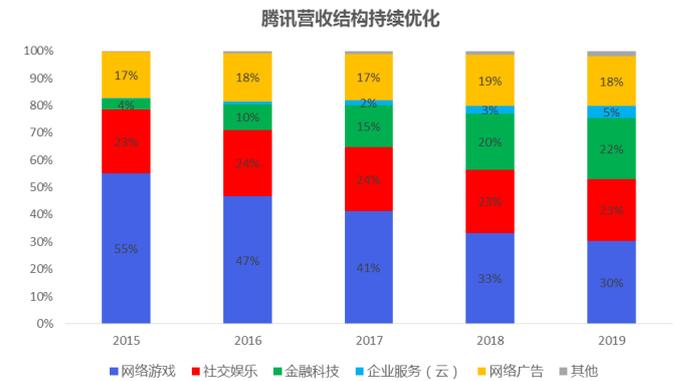
自 2015 年起，以支付为核心的金融科技业务占比不断提升，来自网络游戏的营收占比则持续下降，泛娱乐、网络广告业务维持稳健增长。

图 23：腾讯营收绝对值持续增长



资料来源：公司财报，华金证券研究所

图 24：腾讯营收结构持续优化



资料来源：公司财报，华金证券研究所

展望未来，金融科技接棒网络游戏、数字内容继续扩张、网络广告不再克制、云服务奋起直追、战略投资进入收获期，腾讯将向资本市场继续呈现清晰的业务递进预期。

2、网络游戏业务：大象再次起舞，强势 Pipeline 为增长蓄力

(1) 行业概况：疫情推动行业井喷增长，游戏出海顺理成章

根据游戏工委发布的《2019 年中国游戏产业报告》，2019 年中国游戏行业实际销售收入为 2309 亿元，同比增长 7.7%，系连续第二年同比增速低于 8%。

从结构上看，移动端游戏市场表现明显强于客户端游戏。2019 年，移动端游戏的营业收入已达到 1581 亿元，同比增速仍有 18%，占整体游戏市场的收入比例为 68%，而客户端游戏已连续两年负增长。

图 25：中国游戏产业进入成熟期



资料来源：游戏工委&IDC，华金证券研究所

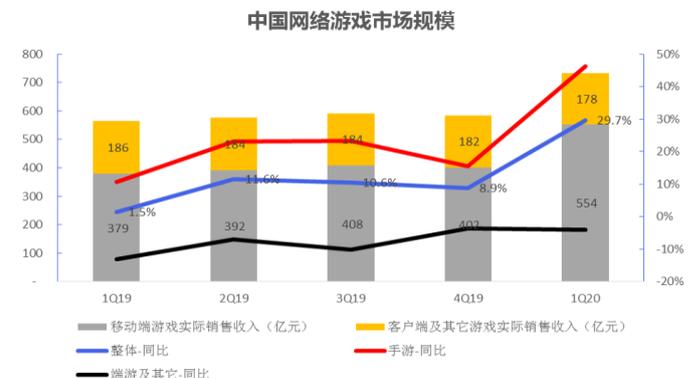
根据游戏工委发布的《2020 年度第一季度中国游戏产业报告》，在新冠疫情催化的催化之下，今年一季度中国游戏产业实际销售收入达到 732 亿元，同比增长 30%。其中，移动游戏实际销售收入为 554 亿元，同比增长 46%。

图 26：疫情推动一季度网络游戏用户规模快速增长



资料来源：CNNIC，华金证券研究所

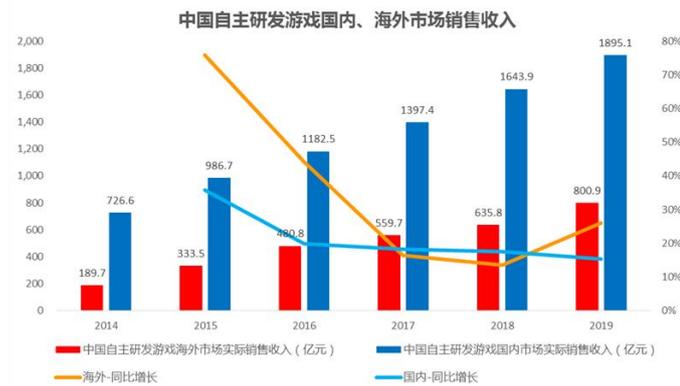
图 27：一季度中国网络游戏市场规模大幅增长



资料来源：游戏工委&IDC，华金证券研究所

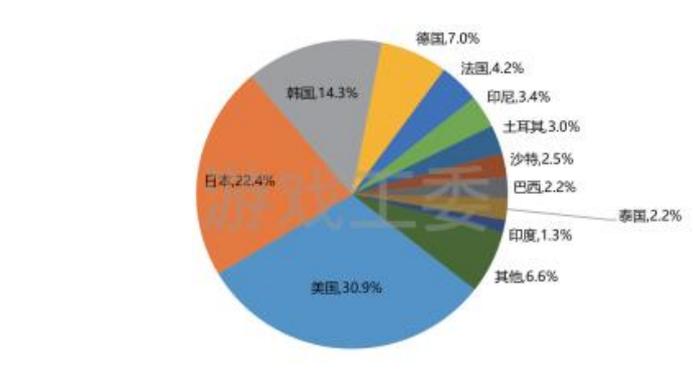
中长期看，游戏出海正在成为中国游戏行业的新增长点。2019 年，中国自主研发游戏于海外市场实现销售收入 801 亿元，同比增速为 26%（剔除汇率因素为 21%），好于国内市场收入增速。与传统实物商品出口主打性价比不同的是，游戏用户追求的是极致感官体验，而以腾讯、网易为代表的中国移动游戏开发者的游戏制作水准已获得全球主流游戏消费者的认可。2019 年，79%的中国自研游戏出海销售收入来自于游戏产业链发达的美国、日韩、德法市场。

图 28：中国自主研发游戏海外市场增速超国内市场



资料来源：游戏工委&IDC，华金证券研究所

图 29：19 年中国自研移动游戏海外重点地区收入分布



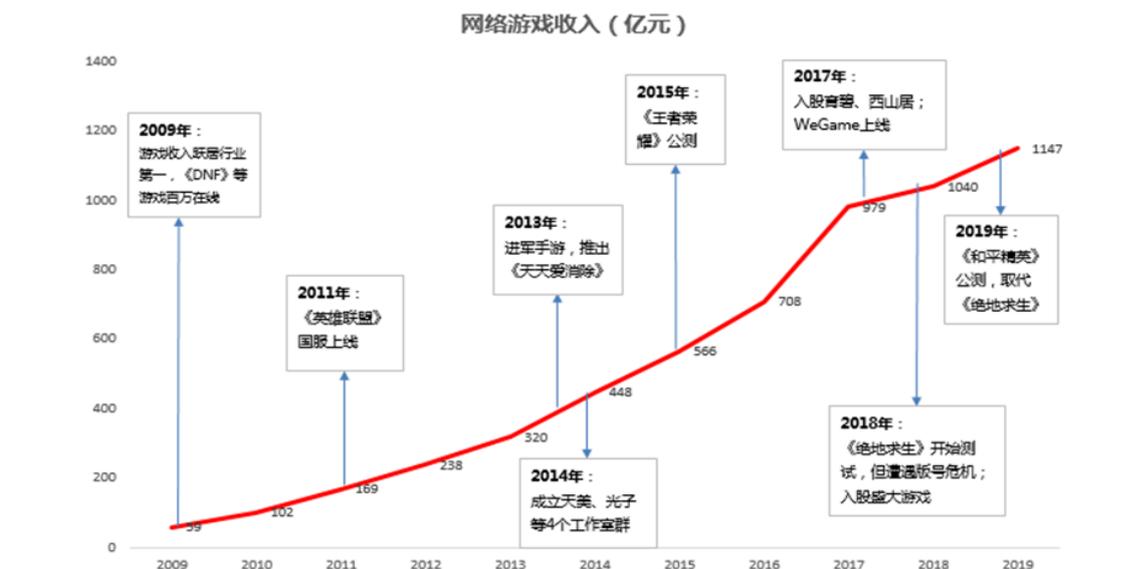
资料来源：游戏工委&IDC，华金证券研究所

(2) 腾讯游戏：底蕴深厚的全球龙头，社交流量构筑经营壁垒

腾讯游戏成立于 2003 年，是全球领先的游戏开发、运营和发行平台，也是中国最大的网络游戏社区。目前，腾讯游戏旗下拥有超过 140 款自研和代理游戏，为全球 200 多个国家和地区数以亿计的用户提供跨终端的互动娱乐体验。以游戏业务营业收入计算，2019 年腾讯游戏实现营业收入 1149 亿元，远超全球市场规模第二网易游戏的 464 亿元。

剔除占比约 19% 的海外市场游戏收入，2019 年腾讯于国内市场的网络游戏营业收入约为 917 亿元，市场占有率超过 40%。同期，网易的游戏业务收入为 464 亿元，剔除占比约 10% 的海外市场游戏收入，网易于国内的收入为 418 亿元，市场占有率为 18%。多年以来，中国游戏行业的市场竞争格局已趋于稳定，CR2 常年超过 55%。

图 30：腾讯网络游戏业务大事记



资料来源：公司资料，华金证券研究所

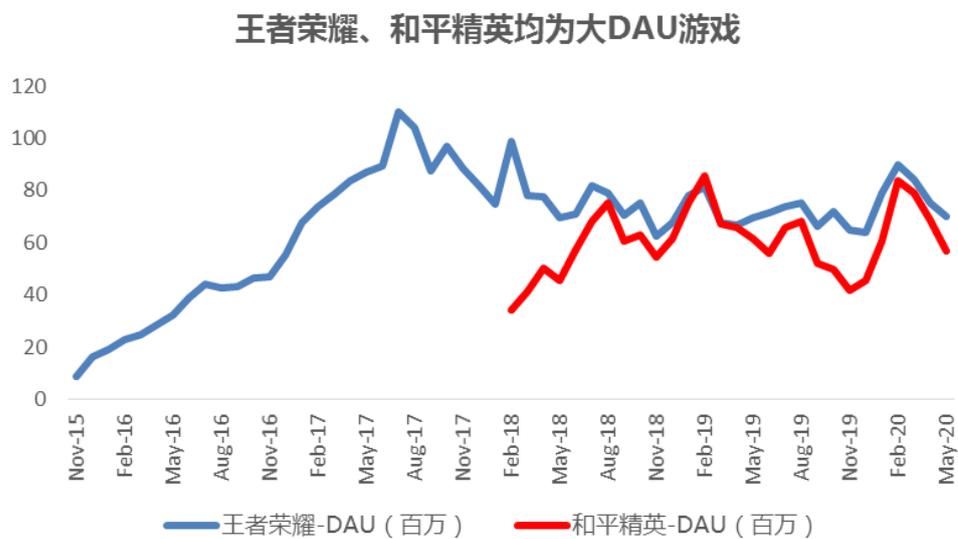
我们认为，庞大的社交网络流量是腾讯能够持续产出大 DAU 游戏的基础。早在 2003 年，腾讯便推出了 QQ 游戏平台并上线多款休闲游戏，凭借 QQ 的流量基础，QQ 游戏曾经拥有 2 亿活跃用户。而在第一次组织架构变革之后，游戏运营经验渐长的腾讯坚定了发行代理之路，并通

过代理《英雄联盟》、《地下城及勇士》等顶级重度游戏，成为了端游市场的绝对霸主。进入移动互联网时代之后，腾讯应用宝遥遥领先于工具类 APP，且微信、QQ 也具有强劲的社交分发能力。

与端游业务发展路径相似的是，腾讯首先于 2013 年 8 月推出了《天天爱消除》这款全民休闲游戏，完成了“消费者教育”。2014 年，腾讯对自研体系架构进行了调整并成立天美、光子、魔方、北极光四大工作室。

2015 年底，天美工作室推出了《王者荣耀》，这款强社交属性的中重度游戏注册用户超 2 亿、峰值日活破 1 亿，是迄今为止全球最“吸金”的移动游戏。2019 年 5 月，光子工作室群研发的反恐军事竞赛游戏《和平精英》正式公测上线，峰值 DAU 亦曾超过 8000 万。

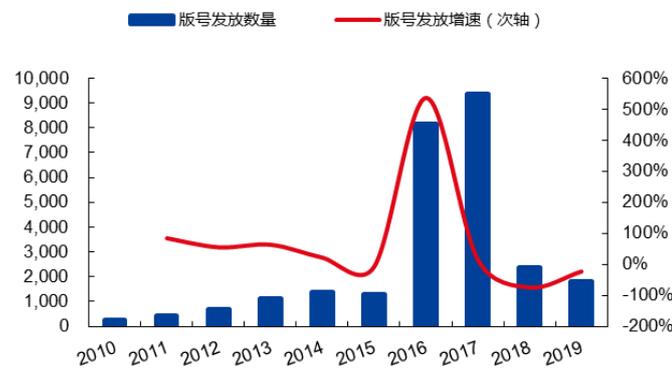
图 31：依托于庞大社交流量，《王者荣耀》、《和平精英》均为大 DAU 游戏



资料来源：Questmobile，华金证券研究所

受制于游戏版号审批的不确定性，2018、2019 年腾讯网络游戏业务的营业收入同比增速分别仅为 6.2%、10.3%，营收占比已由 2015 年的 55% 降至 2019 年的 30%。

图 32：游戏版号发放情况



资料来源：国家广电总局，华金证券研究所

图 33：腾讯网络游戏业务经营趋势



资料来源：公司财报，华金证券研究所

今年一季度，腾讯网络游戏业务的营业收入为 415 亿元，同比增长 45%，增速较 4Q19 的 25% 大幅提升。需要注意的是，除了 Covid-19 对于全球游戏产业的提振，自去年 10 月下旬并表

的 Supercell 亦对本季度网络游戏业务的高速增长产生正面贡献。其中，在《王者荣耀》、《和平精英》等头部游戏的带动之下，一季度腾讯手游业务同比增速达到 64%，为近两年以来最快，而端游业务营业收入因为疫情期间线下网吧场景的缺失而出现了双位数下滑。

图 34：腾讯网络游戏收入结构



资料来源：公司财报，华金证券研究所

截止至 2020 年一季度末，腾讯的递延收入为 837 亿元，环比去年末大幅增长了 228 亿元，增长幅度为 37%。从历史数据看，递延收入的变化趋势可以较好地反应未来一个季度腾讯网络游戏业务的营收增长趋势，绝大部分游戏的递延收入将在随后的季度确认。

图 35：一季度腾讯递延收入环比大幅增长



资料来源：公司财报，华金证券研究所

随着新冠疫情在全球扩散，全球多个国家进入“居家隔离”状态，4 月以美国为首的西方手游市场收入创历史新高（SensorTower），腾讯旗下的《PUBG Mobile》（由腾讯光子实验室与蓝洞共同出品）、《Call of Duty 手游》（由腾讯天美工作室出品）等游戏也将显著受益。

图 36: 《PUBG Mobile》、《和平精英》过去 7 个月总流水破 30 亿美元



资料来源: SensorTower, 华金证券研究所

事实上, 即便没有新冠疫情的影响, 2020 年腾讯网络游戏业务的成长潜力亦不可小觑, Pipeline 中包含了《地下城与勇士手游》、《荒野乱斗》、《英雄联盟手游》等极具潜力的游戏。

表 1: 腾讯游戏 Pipeline

腾讯手游 Pipeline (部分)	游戏类型	代理/自研	工作室/合作厂商	游戏进度	微信游戏预约数 (万)	Taptap 关注数 (万)
英雄联盟手游	MOBA	自研	Riot Games	已在巴西、菲律宾测试	n/a	486
地下城与勇士手游	ARPG	代理	Neople	定档 8 月 12 日	1275	113
荒野乱斗	多人动作	自研	Supercell	6 月 9 日全平台正式上线	n/a	120
天涯明月刀手游	RPG	自研	北极光工作室	8 月开启终极测试	465	100
Call of Duty 手游	第一人称射击	自研	动视、南美工作室	海外版已上线	343	298
一人之下	动作	自研	娱乐魔方工作室	5 月 27 日全平台上线	n/a	151
剑侠情缘 2: 剑歌行	RPG	代理	西山居	未公布	148	20
代号: 生机	射击竞技	自研	光子工作室	未公布	130	103
龙之谷 2	MMORPG	代理	世纪华通	7 月 9 日不删档测试	84	14
梦想新大陆	RPG	代理	祖龙娱乐	四季度上线	2.9	4

资料来源: 腾讯游戏, 微信游戏, Taptap, 华金证券研究所

《英雄联盟手游》: 今年 6 月 6 日已在巴西、菲律宾开启测试。我们认为, 该游戏有望填补腾讯在海外市场多人在线战术竞技游戏 (MOBA) 的相对缺位, 而国内版本尚须等待版号下发, 更可能为明年游戏业务增长蓄力。

《地下城与勇士手游》: 《地下城与勇士》端游是由韩国公司 Nexon 开发, 是迄今为止全球累计流水总额排名第二的 PC 端游戏, 且大幅流水系中国市场贡献的。《地下城与勇士手游》继承了端游核心特色与经典玩法, 并在移动端进行了大量优化。根据 6 月 27 日举办的腾讯游戏线

上发布会,《地下城与勇士手游》正式定档今年 8 月 12 日,目前微信游戏预约量已接近 1300 万,全口径预约量已正式突破 5000 万。

值得注意的是,腾讯于上市之后便开始了对于海外游戏市场的布局,最初的投资主要出于加强技术与开拓发行渠道的考量。自 2011 年并购 Riot Games (《英雄联盟》开发者) 开始,腾讯将投资聚焦于业界顶尖游戏制作团队,获取游戏独家代理权、改编权,并最终凭借庞大的社交流量优势,帮助《英雄联盟》、《地下城与勇士》等游戏在广袤的中国市场取得成功。而在积累了技术、经验、资本、渠道之后,近年来腾讯将《PUBG Mobile》、《Call of Duty Mobile》等重磅合作手游成功地推向了海外市场。

表 2: 腾讯投资的部分海外游戏厂商

时间	被投资公司	投资原因推测
2005 年	GoPets (韩国)	增强网络游戏开发技术
2008 年	VinaGame (越南)	布局越南市场
2011 年	Riot Games (美国)	获取《英雄联盟》独家代理权
2012 年	Epic Games (美国)	增强网络游戏开发技术, 虚幻 3 游戏引擎
2014 年	CJ Games (韩国)	增强网络游戏开发技术
2015 年	Hammer&Chisel (美国)	增强 MOBA 手游研发与运营经验
2016 年	Supercell (芬兰)	《部落冲突》、《皇室战争》、《荒野乱斗》等重磅游戏
2018 年	Bluehole (韩国)	获得《绝地求生》独家代理权
2019 年	Ubisoft (法国)	获得《彩虹六号》等游戏独家代理权

资料来源: Gamecores, 华金证券研究所

我们认为,尽管中国游戏行业市场竞争趋于白热化,但腾讯游戏的确定性显著高于其他玩家:其一,基于社交流量的优势、多线赛马的机制与产业链的布局,腾讯始终保持着产出大 DAU 游戏的高概率;其二,泛娱乐行业“内容为王”的时代已经来临,腾讯在 IP、引擎、数值等多个产品领域拥有超越绝大部分同行的产品力,具备持续产出高质量游戏的能力;其三,基于长期累积的游戏理解力与运营能力,腾讯多款游戏展现了超长产品周期,盈利能力远超竞品。

3、社交网络业务: 无所不在的泛娱乐之王

除了网络游戏以外,腾讯依托于社交流量优势积极布局互联网泛娱乐领域,并于在线视频、在线音乐、在线阅读等领域成为了王者。在财报口径上,腾讯将上述业务统一归类为社交网络业务,与网络游戏业务共同组成了增值服务业务。

2019 年,腾讯社交网络业务营业收入为 853 亿元,同比增速为 17%,营收占比为 23%。腾讯并未进一步披露社交网络业务的营收结构,我们估计腾讯音乐、腾讯视频(不含广告)营收占比分别为 40%、30%,阅文在并购新丽传媒后占比提升至 15%左右。

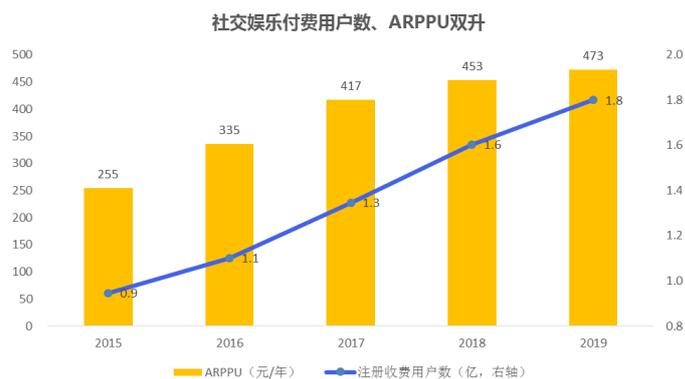
总体上看,腾讯社交网络业务的经营趋势与其它消费互联网领域基本一致,目前营业收入已过渡到稳定增长阶段,战略目标已从争夺用户转至寻求盈利。

图 37：腾讯泛娱乐业务持续增长



资料来源：公司财报，华金证券研究所

图 38：注册收费用户数、单用户价值增长趋势



资料来源：公司财报，华金证券研究所

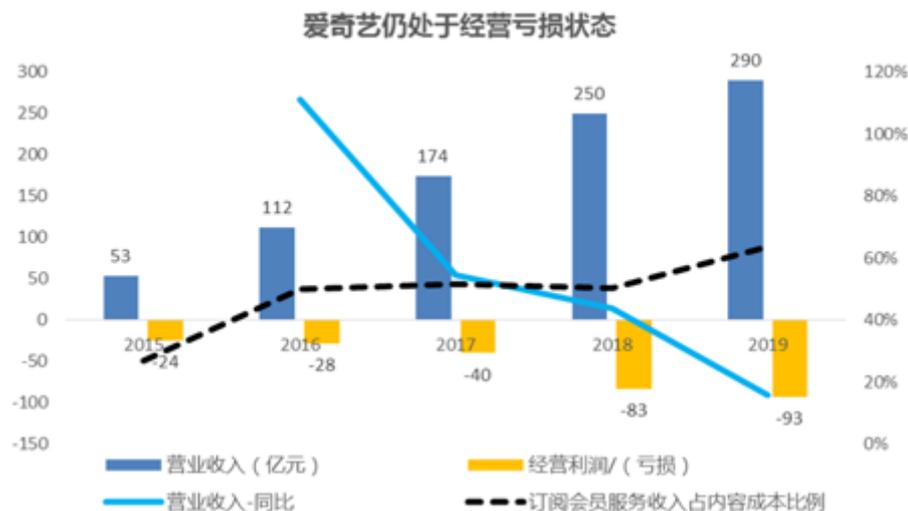
（1）腾讯视频：沙漠之花

2019年，腾讯视频的付费订阅用户数为1.06亿，与爱奇艺并驾齐驱。根据财报披露，2019年腾讯视频的经营亏损已低于30亿元，显著好于当年爱奇艺的103亿元亏损。

我们认为，在互联网娱乐高度发达且充分竞争的中国，长视频行业未必是一个最佳的赛道，但行业的未来看点在于竞争格局的潜在改善。

在供给侧，长视频内容生成高度依赖于专业影视制作公司，优质内容成本高企。同时，由于互联网娱乐服务的多样性和原本淡薄的用户付费意愿，龙头企业的订阅付费比率较低（中国家庭渗透率~25% vs 奈飞美国家庭渗透率~47%）、服务定价较低（中国1.6美元/月 vs 奈飞美国13美元/月），最终导致订阅服务收入仅能覆盖内容成本的60-70%（注：2019年爱奇艺为63%，腾讯视频未单独披露）。

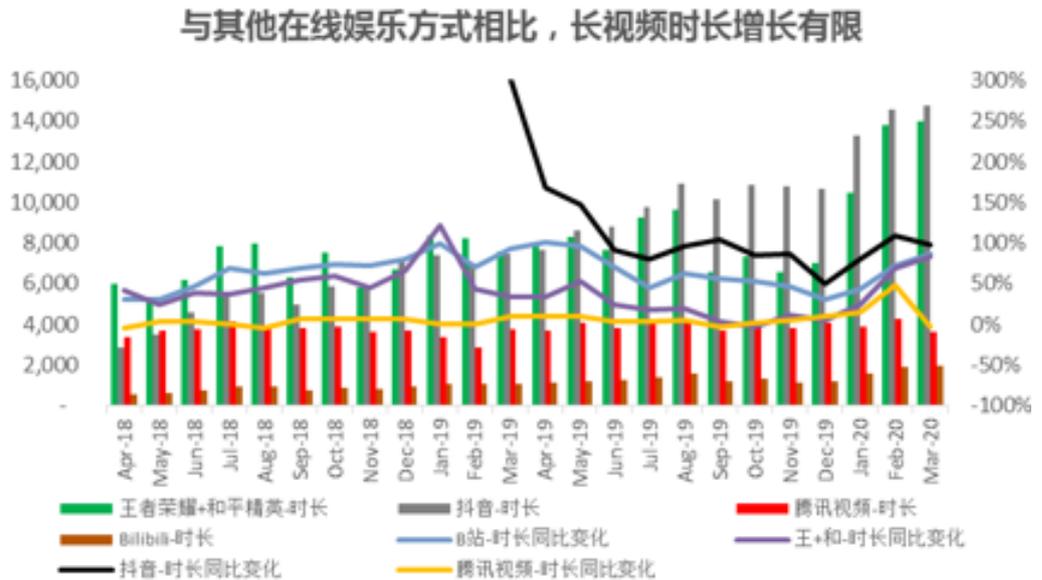
图 39：爱奇艺持续经营亏损



资料来源：公司财报，华金证券研究所

另一方面，在长视频企业原本构建的商业模型中，高毛利率的广告业务是重要的补充。然而，受制于用户时长份额被短视频、游戏等其他在线娱乐形式抢夺，长视频企业的广告业务陷入了困境。2019年，爱奇艺的广告业务收入同比下滑了11%，今年一季度在新冠疫情的影响下同比倒退28%。

图 40：长视频用户总时长增长有瓶颈



资料来源：Qustmobile，华金证券研究所

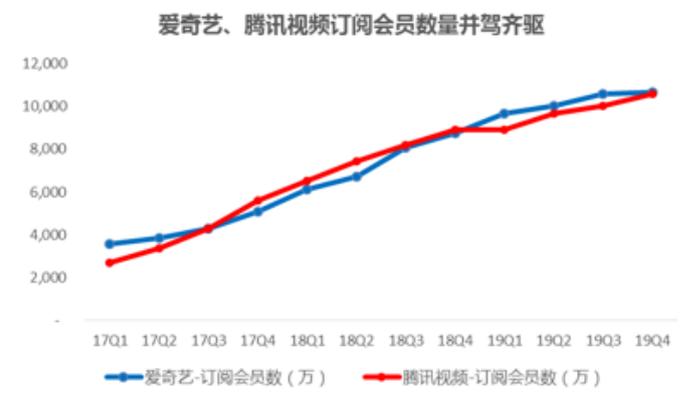
尽管如此，长视频行业的竞争格局正在日渐清晰。从订阅付费用户规模、用户总时长等经营指标来看，爱奇艺、腾讯视频不相上下，并与优酷、芒果 TV 等竞争者拉开了差距。若以营业收入估算，爱奇艺（~290 亿元）、腾讯视频（含广告收入，~300 亿元）的合计市场份额已超过 75%，行业第三的优酷视频的营业收入约为 100 亿元。

图 41：爱奇艺、腾讯视频月活领先于其他玩家



资料来源：Questmobile，华金证券研究所

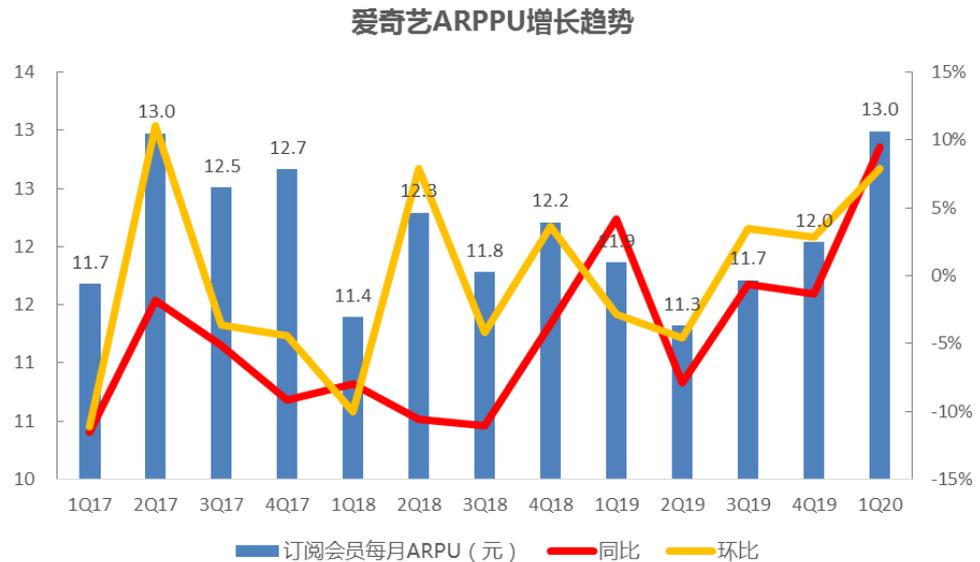
图 42：爱奇艺、腾讯视频订阅付费数均破亿



资料来源：公司财报，华金证券研究所

2019 年，“爱腾优”合计经营亏损超过 200 亿元。在长视频行业内忧外扰之际，爱奇艺于去年 11 月首先发出“提价”信号，主要通过缩减折扣以实现单用户价值（ARPPU）的增长，同时积极探索“超前点播”、“星钻会员”等以满足用户差异化消费需求。今年一季度，爱奇艺 ARPPU 环比上季度增长 8%至 13 元/月。事实上，订阅会员服务每提升 1 元/月，对于订阅付费会员数破亿的爱奇艺、腾讯视频而言，意味着至少 12 亿元的全年毛利额增长。

图 43: 爱奇艺 ARPPU 增长趋势



资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

内容采购成本方面, 今年 5 月爱奇艺、腾讯视频以及优酷联合正午阳光、华策影视、柠萌影业等 6 家影视公司发布《关于开展团结一心共克时艰行业自救行动的倡议书》, 对内容注水、工作机制、演职人员薪酬待遇、生产环节的成本、价格体系等问题进行了明确表态。我们判断, 未来长视频两强的内容采购成本增长幅度将得到有效控制。

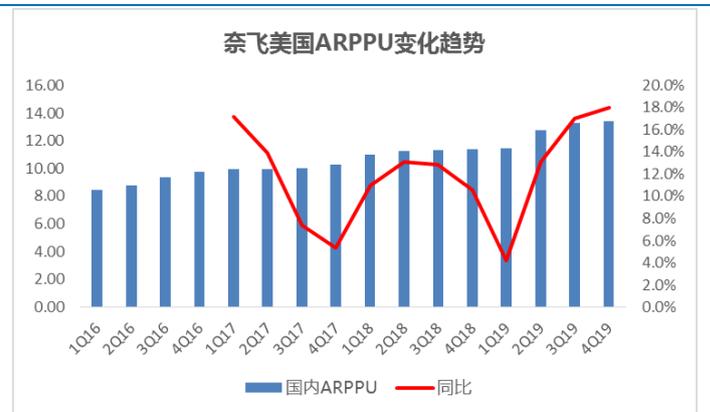
综上, 我们对于腾讯视频的发展趋势并不悲观。我们判断, 在 5G、AI 等科学技术的推动下, 优质的长视频平台将是家庭娱乐生活的“基础设施”和“必需品”, 付费订阅比率的上升是必然的趋势。行业龙头中长期付费订阅用户数将增长至 1.8 亿左右, 相当于 40% 的中国家庭渗透率。而腾讯视频依托于腾讯社交流量大数据、阅文 IP 储备、影视剧制作水平(新丽传媒、腾讯影业)以及多渠道宣发能力, 有望最终凭借优质自制内容形成差异化价值, 从而促进订阅付费和广告投放。

图 44: 奈飞对于美国家庭渗透率已接近 50%



资料来源: 公司财报, Statista, 华金证券研究所

图 45: 奈飞美国本土 ARPPU 持续上涨



资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

(2) 腾讯音乐: 坐拥 8 亿 MAU 流量池

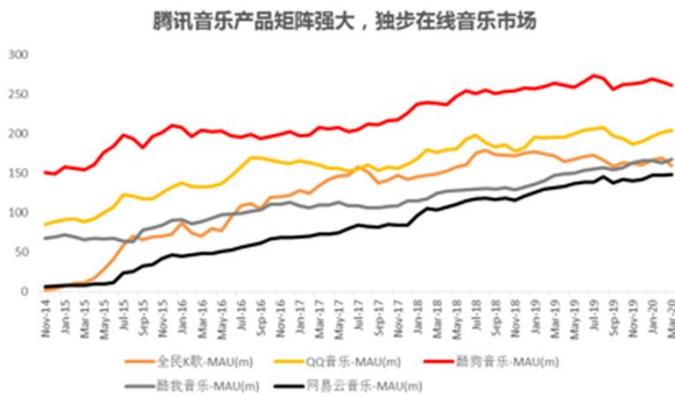
2016 年 7 月, 腾讯控股将旗下 QQ 音乐业务与中国音乐集团 (CMC) 进行合并, 并通过资产置换的方式成为新成立的腾讯音乐娱乐集团大股东。2018 年 12 月, 腾讯音乐 (TME.N) 完

成上市，目前市值超过 280 亿美元。腾讯控股作为控股股东，当前持股比例为 58.1%，而第二大股东为全球流媒体龙头 Spotify。

在重组完毕之后，腾讯音乐旗下 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民 K 歌等品牌悉数保留，强大的产品矩阵合计拥有 8 亿 MAU，实现了对于中国互联网人口的广泛覆盖。

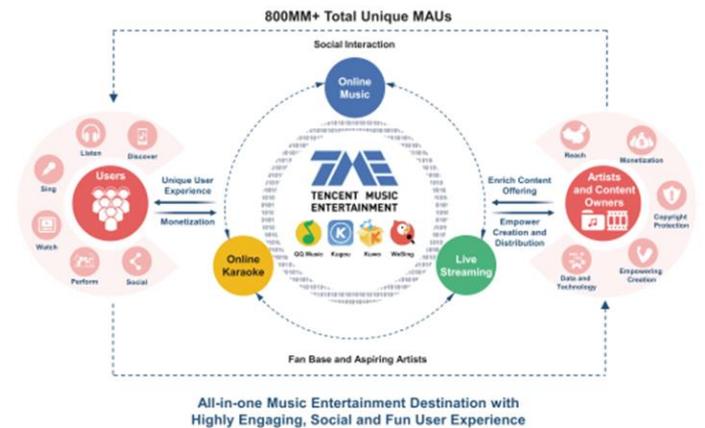
在后端供应链上，腾讯音乐 2017 年已与全球三大国际唱片公司（环球音乐、索尼音乐和 华纳音乐）订立了独家版权协议（三者于国际版权市场合计份额超过 70%），而在国内版权市场，腾讯音乐亦控制了华研国际、杰威尔音乐（周杰伦）等优质独家音乐版权资源。

图 46：腾讯音乐旗下产品用户数领先



资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

图 47：腾讯音乐业务模式



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

2018 年之后，腾讯音乐的用户总量已触及天花板，从企业发展的视角来看，如何有效地将庞大流量充分变现是更为重要的议题。

图 48：腾讯音乐用户增长趋势

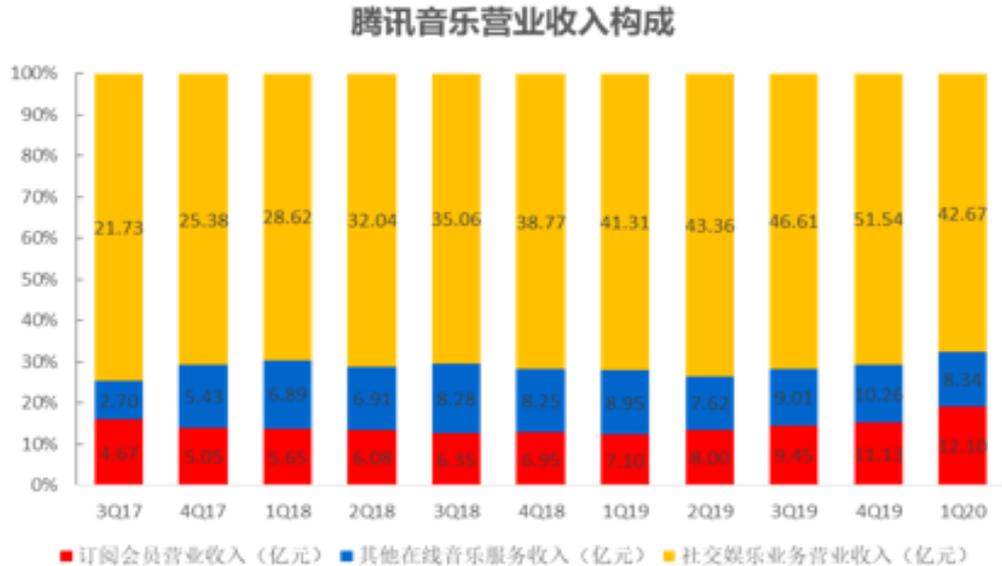


资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

区别于 Spotify 以订阅付费业务为主的商业模式，腾讯音乐的商业化手段更为丰富。2019 年，腾讯音乐的社交娱乐业务(以在线直播业务为主)营业收入达到了 183 亿元，营收占比高达 72%。

此外，腾讯音乐的订阅会员业务实现营业收入 36 亿元，同比增长 43%，营收占比提升至 14%。值得注意的是，2019 年下半年订阅会员业务营收增速明显加快，4Q19 同比增长率已达到 60%，1Q20 同比增速进一步提升至了 70%。

图 49：社交娱乐业务是腾讯音乐的主要变现方式



资料来源：公司财报，华金证券研究所

短期来看，腾讯音乐的社交娱乐业务正在面临一定增长压力，1Q20 腾讯音乐的社交娱乐业务营收增速仅为 3%，而 4Q19 为 33%。撇除疫情的不利影响，抖音、快手两大短视频平台的崛起挤占了传统直播平台的用户时长，同时两者均把基于流量池的直播业务作为重要的商业变现手段。根据媒体报道，2019 年 12 月快手、抖音的直播打赏流水均已达到 20-30 亿元级别，远超包括陌陌、欢聚时代、酷狗繁星等直播平台。

图 50：网络直播用户规模变化趋势



资料来源：CNNIC，华金证券研究所

中长期来看，我们认为腾讯音乐的资产仍蕴含着丰厚价值：

- ① 在线音乐行业竞争格局清晰，腾讯音乐 1Q20 的付费渗透率仅为 6.5%，而长视频龙头的付费渗透率已超过 20%，未来随着用户付费习惯的养成以及更多内容放置于“付费墙”，腾讯音乐的订阅付费比率将长期上升；

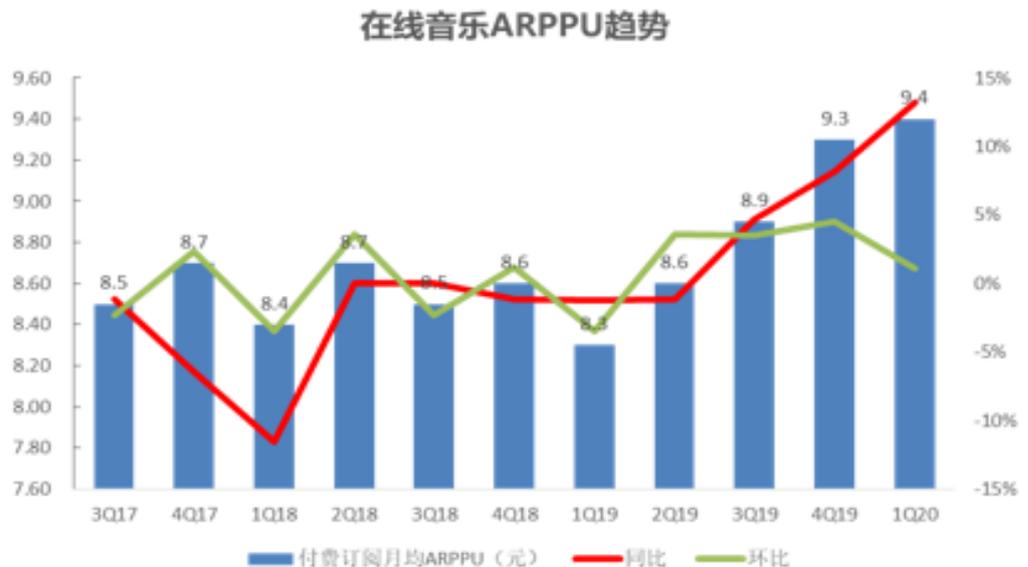
图 51：腾讯音乐付费用户增长趋势



资料来源：公司财报，华金证券研究所

- ② 除了基础会员之外，腾讯音乐向用户提供豪华绿钻会员、数字专辑、演出票务等多元产品，当前 9.4 元/月的 ARPPU 仍有较大提升空间；

图 52：腾讯音乐在线音乐业务 ARPPU 稳步增长



资料来源：公司财报，华金证券研究所

- ③ 腾讯音乐的核心资产是 MAU 高达 8 亿的流量池。除了稳定的社交娱乐业务之外，腾讯音乐正在探索全新的商业化形式，进一步释放流量价值。1Q20，腾讯音乐推出了全景音乐现场娱乐品牌 TME Live，旨在为知名艺人或新秀歌手与其粉丝之间搭建互动

桥梁。其中，五月天的《突然好想见到你》线上音乐会吸引 3500 万人在线同步观看，并在当日微信朋友圈引发了一波“刷屏”浪潮。

图 53: TME Live



资料来源: TME Live, 华金证券研究所

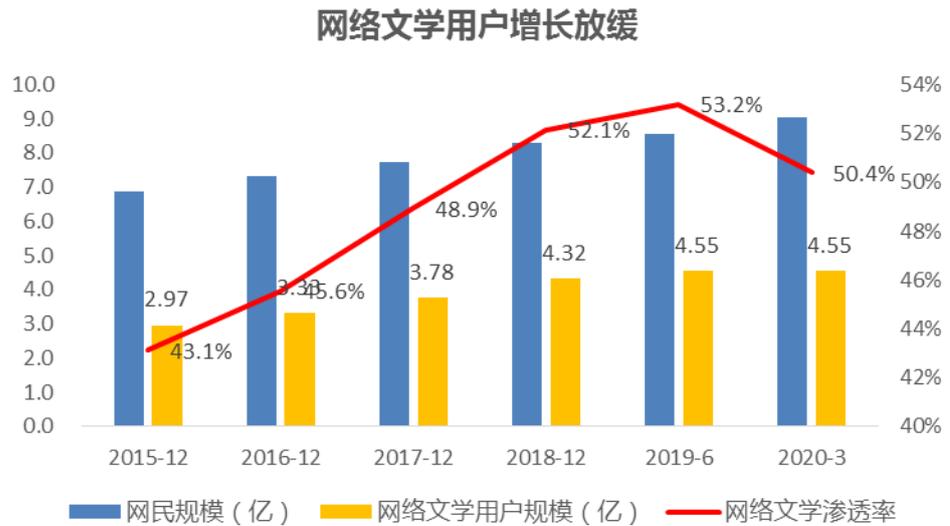
(3) 阅文集团: IP 产业掘金者

阅文集团 (0772.HK) 由腾讯文学、盛大文学重组而成, 旗下拥有九大主要品牌, 包括起点中文网、创世中文网、云起书院、潇湘书院、红油添香、QQ 阅读等。公司于 2017 年 11 月上市, 目前市值近 600 亿港元, 腾讯作为控股股东, 最新持股比例为 53%。

就行业地位而言, 阅文集团是中国网络文学市场的绝对王者, 2019 年阅文平台上的作家数量达到 810 万人, 作品总数达到 1220 万部, 当年百度小说风云榜排名前 30 位的网络文学作品中有 25 部出自于阅文平台。

与网络游戏、在线直播等赛道相比, 在线阅读的市场规模相对有限。根据 CNNIC 的数据, 2020 年 3 月中国网络文学用户数为 4.55 亿元, 较 2019 年 6 月持平, 使用率降至 50.4%。

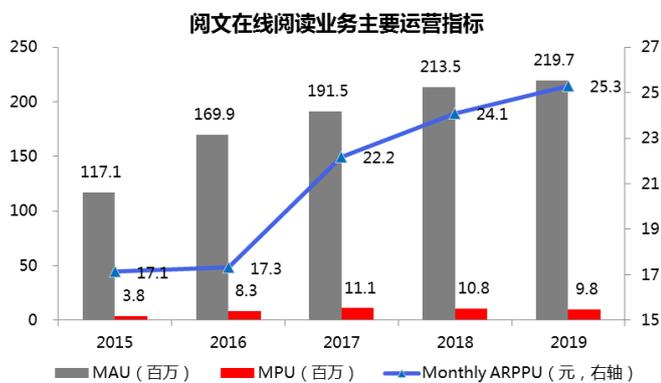
图 54：网络文学市场用户增长趋势



资料来源：CNNIC，华金证券研究所

上市之后，阅文集团的在线阅读业务面临着一定增长压力。2018-2019 年，阅文集团在线阅读业务的付费人数 (MPU) 连续下降。我们认为，2019 年付费人数下降近百万的主要原因包括：①强监管导致部分作品下架、②竞争对手免费阅读模式的冲击、③短视频等其他在线娱乐方式的竞争。当年，阅文集团在线业务营业收入同比下滑 3%。

图 55：阅文集团在线阅读业务主要运营指标



资料来源：公司财报，华金证券研究所

图 56：阅文集团在线阅读业务营收趋势

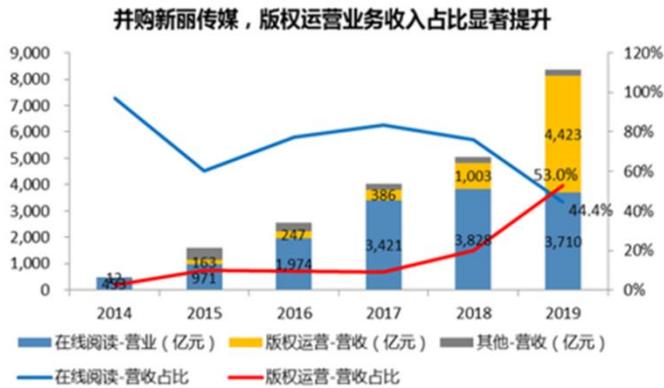


资料来源：公司财报，华金证券研究所

从大局上看，阅文集团对于“鹅厂”泛娱乐版图的深层意义在于顶级网络文学 IP 蕴含的商业价值。在上市之时，阅文集团的版权运营业务起步不久，在此之前的业务模式主要将 IP 的后续开发权利卖给下游影视或游戏制作企业，并将获取的一次性收益与作者按比例进行分成。

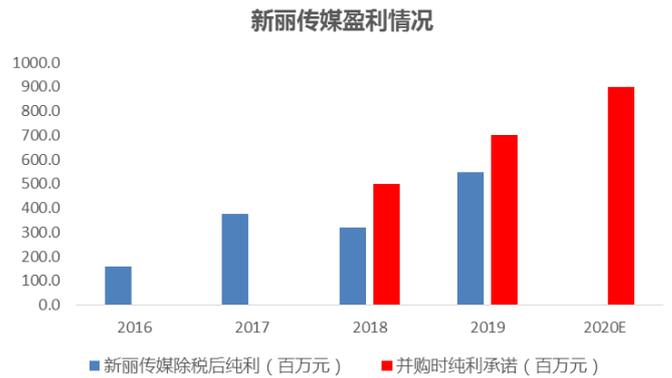
上市次年，阅文集团宣布以现金与新股结合的方式并购头部影视制作企业新丽传媒，代价上限为 155 亿港元，期望借助打通下游影视制作以实现 IP 商业价值最大化。由于影视行业监管影响，新丽传媒连续两年未能完成业绩对赌，2018、2019 年实际完成的净利润分别较对赌标准相差 1.8、1.5 亿元。2020 年，新丽传媒的纯利考核目标是 9 亿元。

图 57：并购新丽传媒，阅文版权运营业务营收大幅增长



资料来源：公司财报，华金证券研究所

图 58：新丽传媒 2018-2019 年未完成业绩承诺



资料来源：公司财报，华金证券研究所

2020 年 4 月，阅文集团宣布管理团队调整，吴文辉、梁晓东辞任联席首席执行官，由腾讯集团副总裁、腾讯影业首席执行官程武接任，同时腾讯平台与内容事业群副总裁侯晓楠出任总裁和执行董事，上述调整标志着阅文将深度联动腾讯和行业伙伴，迈向以优质网文 IP 为核心驱动的全新发展阶段。

我们认为，新丽传媒的影视剧制作能力位于行业第一梯队，而在阅文 IP 支持、腾讯内容分发实力的保障下，未来业绩增长趋势更加确定。

图 59：《全职高手》IP 开发案例



资料来源：互联网，华金证券研究所

4、网络广告业务：重装上阵，不再克制

(1) 行业概况：互联网用户总时长逼近天花板，网络广告大盘预期进入中速增长阶段

广告市场的景气度与国民经济的运行状况高度正相关。根据市场监管总局，2019 年中国广告市场总体规模达到 8674 亿元，较上年增长了 8.5%，占国民生产总值的 0.9%。

图 60：中国广告经营额变化（1999-2019）



资料来源：市场监管总局，华金证券研究所

即便考虑到官方统计的广告市场经营额存在 10-15%高估（注：市场监管总局的统计数据重复计算了广告代理商的收入），2019 年广告市场经营额约 0.8%的 GDP 占比依然不低。我们认为，未来中国广告市场整体将保持略高于 GDP 的增速水平。

作为全球广告业最为发达的国家，2017 年美国广告市场规模占 GDP 比重为 1.05%，而同年邻国日本的这项数据为 1.17%。需要说明的是，美国、日本的 GDP 结构类似，消费占比 60-70%，而中国 GDP 中消费占比仅为 40%左右。

在中国广告行业规模持续扩大的同时，网络广告市场占有率持续攀升。根据 CNNIC，2019 年中国网络广告市场规模已达到 4341 亿元，较 2018 年增长 16.8%。2010-2019 年，中国网络广告的市场规模复合增长率为 33.7%。

图 61：中国网络广告市场规模（2010-2019）



资料来源：CNNIC，华金证券研究所

根据 Questmobile，截止到 2019 年 11 月，中国移动互联网的月活跃用户规模已基本饱和，当月同比增速仅为 0.7%，而用户人均每日使用时长达 6.2 小时，环比继续小幅上升。

图 62：中国移动互联网月活用户规模、人均单日时长



资料来源：Questmobile，华金证券研究所

广告主投放广告，实际上是品牌为了触达并影响消费者的机会在付费。可以看到，除了今年一季度广告市场大盘受到了新冠疫情的负面冲击而与互联网总时长的趋势形成了明显背离，大部分时间互联网广告规模与互联网用户总时长同步变化。

图 63: Questmobile 互联网广告市场规模 (季度)



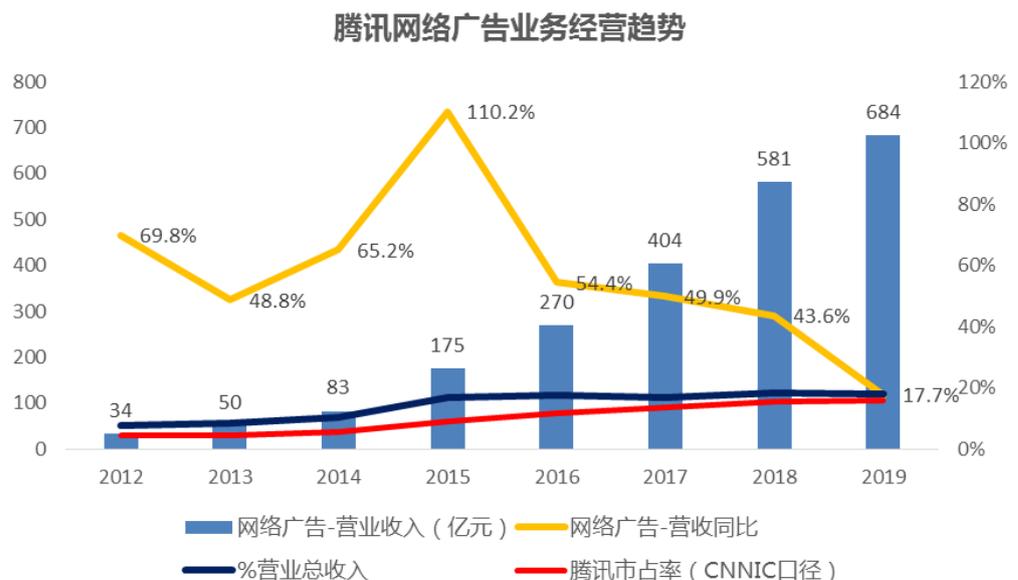
资料来源: Questmobile, 华金证券研究所

相较传统广告形式, 互联网广告更加具备“品效合一”的特点, 尤其是信息流广告及内容营销广告。我们认为, 即便未来互联网用户总时长增长空间有限, 互联网广告仍将大概率跑赢行业。

(2) 腾讯广告: 重装上阵, 不再克制

2012-2019年, 腾讯网络广告业务营业收入由 34 亿元增长至 684 亿元, 期间复合增长率为 53.7%。结合 CNNIC 的网络广告市场规模数据, 腾讯广告市占率由 2012 年的 4.4% 快速上升至 2019 年的 15.8%。

图 64: 腾讯网络广告业务经营趋势



资料来源: 公司财报, CNNIC, 华金证券研究所

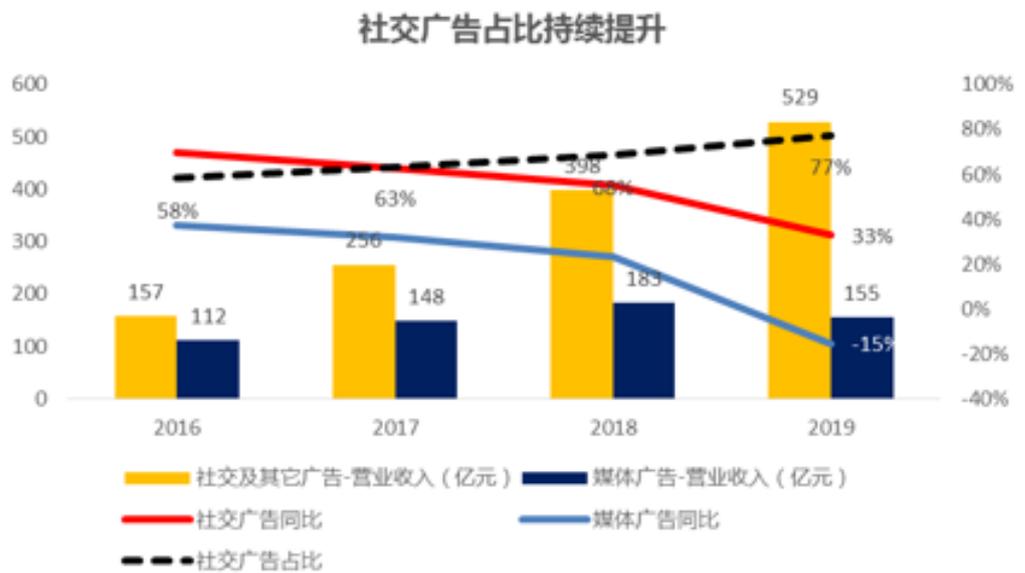
2017年3月, 腾讯对于网络广告业务做出了重要人员调整。COO 任宇昕兼任 OMG (网络媒体事业群) 总裁, 同时任宇昕还执掌了 IEG (互动娱乐事业群)、SNG (社交网络事业群)。这

标志着 **OMG** 与其他核心事业群的合作与协同障碍大幅减少，也意味着腾讯有能力通过推出跨产品、全方位的广告营销方案服务重点广告客户。

在此次人事变更之后，腾讯在财报中更改了披露口径，将网络广告业务重新分类为媒体广告、社交及其他广告。其中，媒体广告主要来自于新闻、视频、音乐等产品的广告位收入，而社交及其他广告收入主要包括社交平台、应用商店、浏览器及广告联盟产生的收入。

2019 年，腾讯网络广告业务营收同比增速降至 18%。其中，媒体广告营收同比减少 15%，分部内占比进一步降至 23%。

图 65：社交及其他广告占据主导



资料来源：公司财报，华金证券研究所

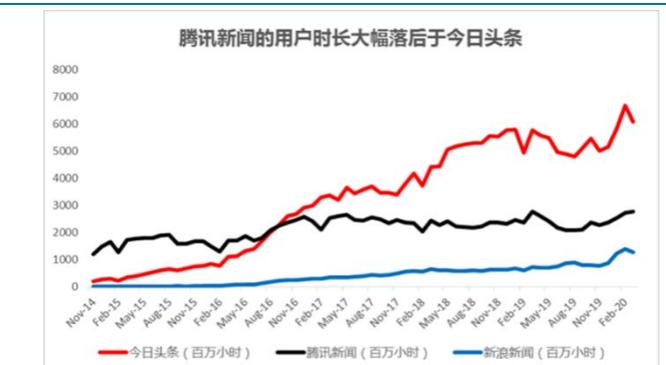
一方面，近年以来字节跳动的崛起大幅抢占了互联网用户总时长，而其作为信息流广告的领军者已成功占据广告主的心智；另一方面，去年的影视行业监管以及 **NBA “黑天鹅”** 事件也拖累了腾讯媒体广告业务的表现。

图 66：主要互联网企业时长份额



资料来源：Questmobile，华金证券研究所

图 67：主要新闻类应用用户时长比较



资料来源：Questmobile，华金证券研究所

与媒体广告 2019 年营收倒退相对应的是，2019 年社交及其他广告营收同比增长 33%，占比进一步提升至 77%，较 2016 年提升了 19 个百分点。其中，4Q19 社交及其他广告的收入占比已提升至了 80%。

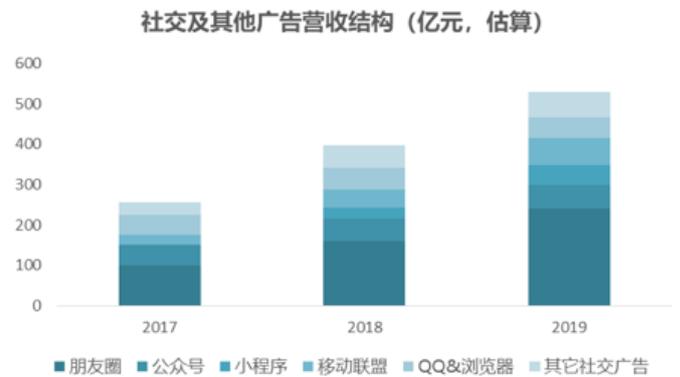
我们估算，微信系统广告（朋友圈+小程序+公众号）的营业收入已超过 300 亿元，占到当年社交及其他广告整体的 60%以上。

图 68：微信广告分类

微信广告分类	
公众号广告	返佣商品CPS广告
	互选广告
	文章视频贴片
	文章底部广告
朋友圈信息流	文中广告
	常规式广告
	基础式卡片广告
	选择式卡片广告
小程序广告	全幅式卡片广告
	激励式广告
	插屏广告
	Banner广告

资料来源：腾讯广告服务号，华金证券研究所

图 69：腾讯社交及其他广告营收结构（估算）



资料来源：华金证券研究所

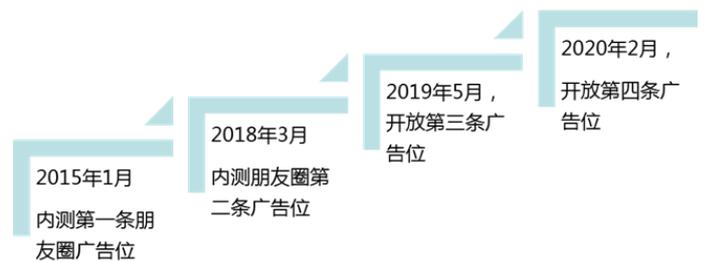
面临“字节跳动系”的竞争压力，腾讯对于微信体系的广告不再克制。去年 5 月，微信朋友圈开放第三条广告位，而去年年底腾讯启动了第四条广告位测试，并已于今年 2 月正式开放第四条广告位，变现节奏明显加快。

图 70：微信用户总时长趋势



资料来源：Questmobile，华金证券研究所

图 71：微信朋友圈广告加速变现

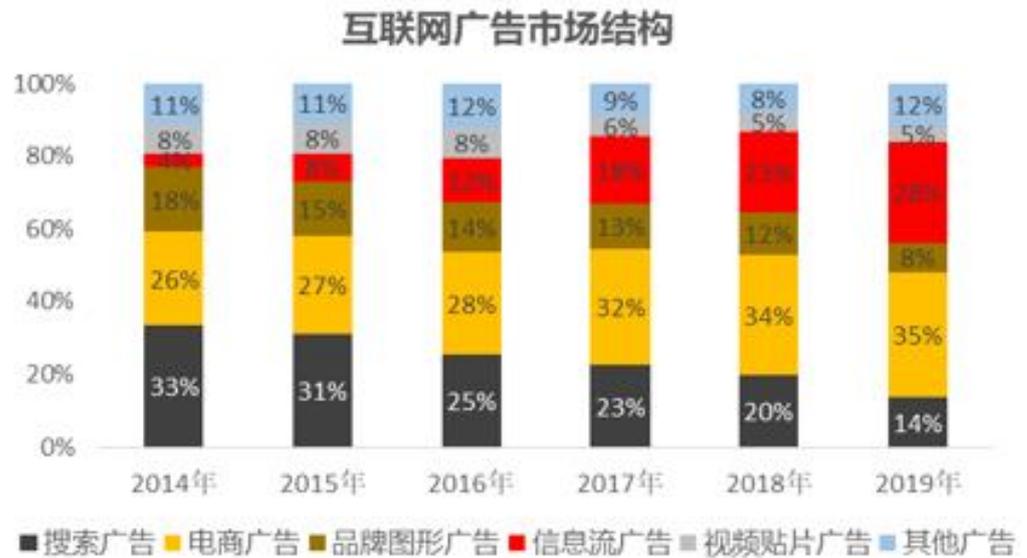


资料来源：互联网，华金证券研究所

除了微信体系加强变现力度之外，社交及其他广告的另一看点在于信息流业务的重塑。

根据艾瑞的统计数据，2019 年信息流广告的市场份额已占互联网广告大盘的 28%，较 2018 年提升了 5 个百分点。与之相对的是，传统互联网广告形式（包括搜索广告、视频贴片广告、品牌图形广告）近年以来市场份额持续萎缩。

图 72：互联网广告市场结构变化趋势



资料来源：艾瑞，华金证券研究所

此前，腾讯的信息流业务体系复杂、不同产品团队各自为战，影响了腾讯在信息流广告大战中的作战效率。2019年11月，腾讯全新推出信息流内容服务品牌“腾讯看点”，在内容上包括了文章、图片、小视频、短视频、直播、专题、栏目等众多形式，并已登陆微信、QQ、QQ浏览器三大流量平台。

我们认为，统一的品牌形象与服务体系有助于改善广告主对于腾讯信息流业务的认知，并最终释放腾讯看点近2亿DAU的流量价值。

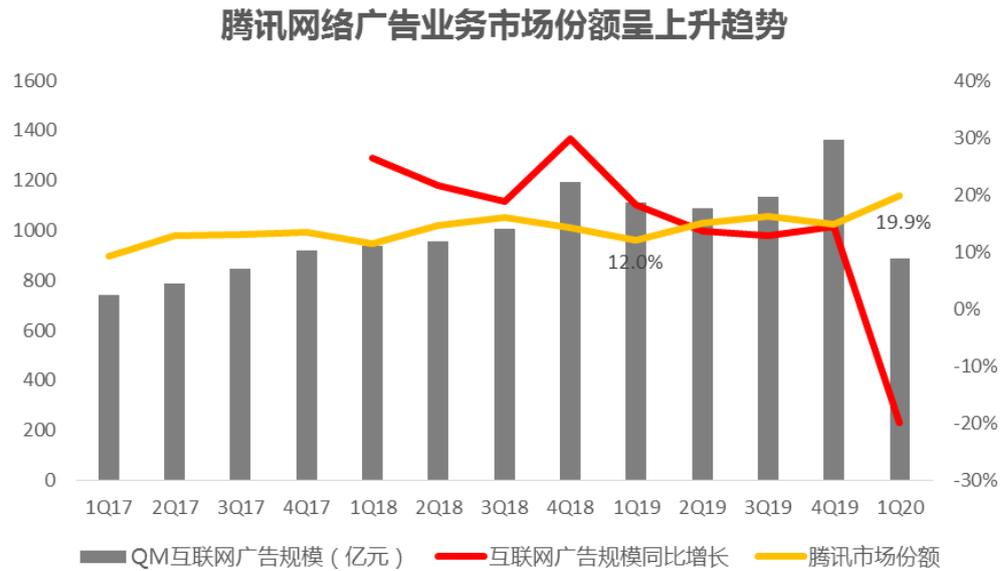
图 73：推出全新信息流平台腾讯看点



资料来源：互联网，华金证券研究所

根据Questmobile，今年一季度互联网广告市场规模萎缩了近20%，而当季腾讯网络广告业务的营业收入达到177亿元，同比增长32.4%，大幅超越了市场预期。期内，腾讯网络广告业务的爆发与其广告主结构有关，在疫情影响之下游戏与在线教育行业迎来了需求“井喷”。

图 74：腾讯广告市场份额变化趋势



资料来源：Questmobile，公司财报，华金证券研究所

我们预计，随着复工复产的推进，游戏、在线教育行业广告主阶段性地收缩广告投放，2Q20 腾讯网络广告业务的营收同比增速将有所放缓，但随着暑假旺季来临，腾讯广告增速将再次回升。

中长期来看，我们看好腾讯社交广告的成长空间。在单季度单 MAU 的广告收入方面，1Q20 腾讯仅约为脸书（亚洲）的 70%。我们认为，作为全网用户总时长第一的应用，微信广告价值仍有释放空间。其一，当前微信朋友圈广告营收占到社交及其他广告的 40%以上，未来 Adloads 仍有一定上升空间；其二，小程序生态尚处于野蛮生长阶段，今年一季度 DAU 已超 4 亿且人均单日使用时长超过 15 分钟，其中蕴含着巨大的流量变现空间。

此外，腾讯应用矩阵常年占据全网用户总时长的 40%以上，未来若能更好地整合用户数据并改善广告主的 ROI 水平，那么 ecpm 的增长亦将推动广告 ARPPU。

图 75：单用户广告收入对比（腾讯 vs 脸书亚洲）



资料来源：公司财报，华金证券研究所

5、腾讯金融科技：成长中的“摇钱树”

腾讯金融科技（Tencent Financial Technology）的前身是财付通，是腾讯公司提供移动支付与金融服务的综合服务平台。

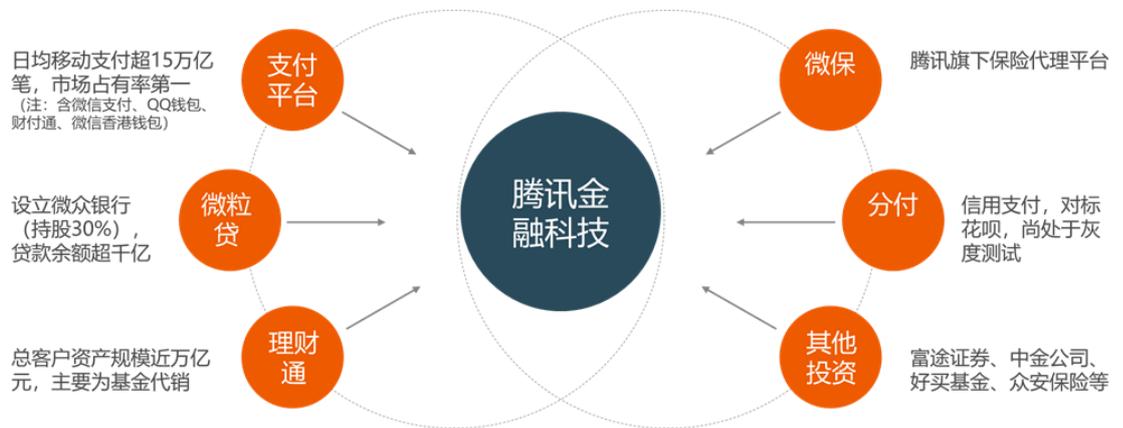
表 3：腾讯金融科技大事记

时间	重要事件
2005年9月	财付通成立
2011年5月	获得《支付业务许可证》
2013年8月	推出“微信支付”
2014年2月	“微信红包”引爆
2015年9月	业务升级为“腾讯支付基础平台与金融业务线”，即“FiT”
2016年6月	移动支付市场份额达到38.3%，日均支付笔数超过支付宝
2018年9月	FiT业务品牌升级为“腾讯金融科技”
2020年6月	微信支付分全面开放，“分付”灰度测试

资料来源：腾讯FIT，华金证券研究所

腾讯金融科技主要包括了支付平台（主要为微信支付）、微粒贷、理财通、微保、分付与其他战略投资。其中，支付平台以微信支付为主，是构建腾讯金融科技的中心，也是当前阶段金融科技。微粒贷（微众银行旗下）、理财通、微保的业务体系依托于腾讯庞大的社交流量，腾讯能够在协助促成贷款、销售基金和保险产品的过程中获取一定比例佣金收入。“分付”对标支付宝的花呗，尚处于灰度测试中，而作为先导的征信产品“微信支付分”已于今年6月全面开放。

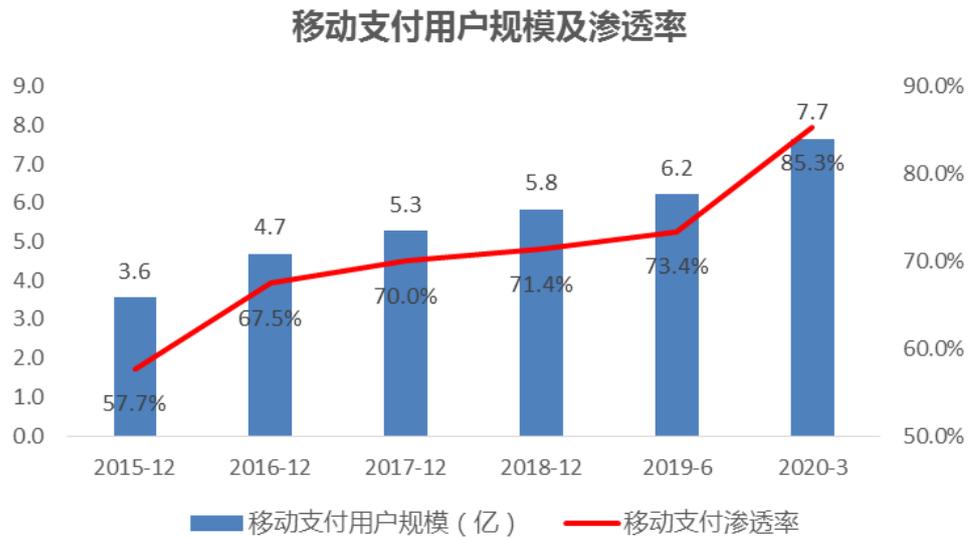
图 76：腾讯金融科技概览



资料来源：公司资料，华金证券研究所

以微信支付为主的支付平台业务贡献了2019年金融科技业务超过半数的营业收入。在业务模式上，第三方商家通过腾讯支付平台进行收款需要向平台缴纳一笔佣金，当前线上、线下商户的加权平均佣金率约为3%。而根据CNNIC，2020年3月移动支付的渗透率已上升至85.3%。

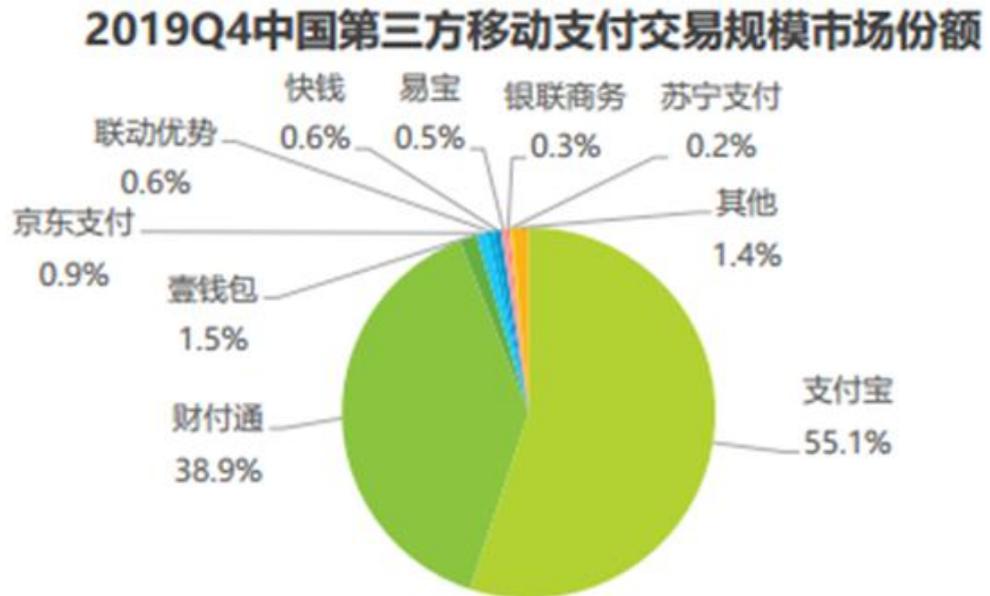
图 77：移动支付用户规模仍有增长空间



资料来源：CNNIC，华金证券研究所

根据艾瑞公布的 4Q19 第三方移动支付交易规模市场份额，支付宝市场占有率为 55.1%，超出了财付通的 38.9%。我们判断，财付通在第三方支付领域市占率或已高于第三方数据。

图 78：中国第三方移动支付市场规模市场份额

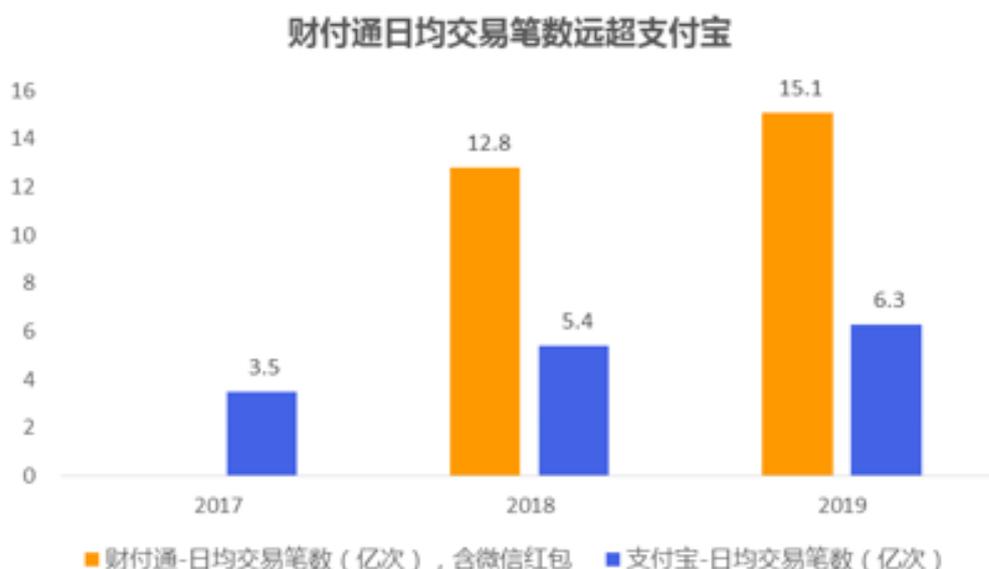


资料来源：艾瑞，华金证券研究所

根据《非银行支付机构网络支付业务管理办法》的要求，第三方支付机构须于每年 1 月 31 日前公布上一年度的风险事件及客户投诉处理等情况，这些公告间接披露了财付通、支付宝的概约交易笔数。

2019 年，财付通公布交易类客户投诉事件 60588 起，投诉事件占比 0.000011%，可反推出财付通交易笔数为 5508 亿次，合每日 15.1 亿次，同比增长 18%。同期，支付宝每日平均交易笔数为 6.3 亿次，同比增长 16%。

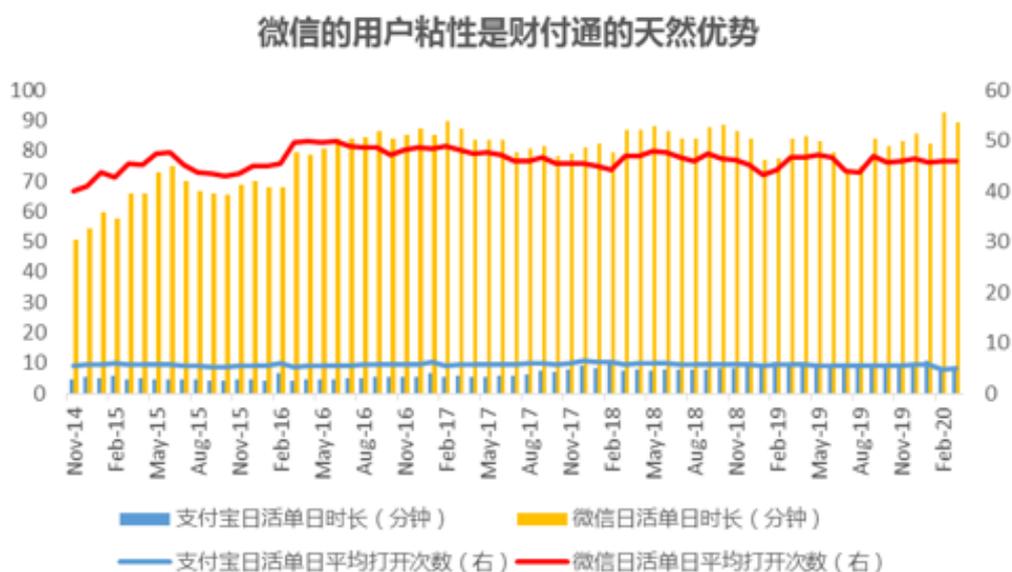
图 79：日均交易笔数比较（财付通 vs 支付宝）



资料来源：支付宝，财付通，华金证券研究所

根据 Questmobile，今年 3 月微信单用户单日平均时长为 80 分钟，单日打开次数为 46 次，而支付宝上述两项数据分别为 8 分钟、2 次。微信的用户粘性远高于支付宝，而这也是腾讯在移动支付领域的天然优势。

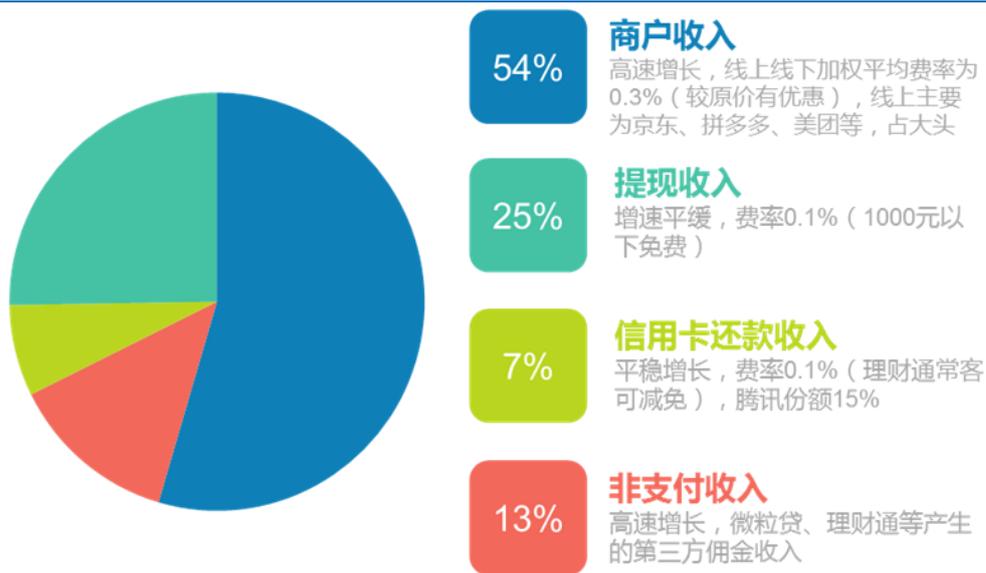
图 80：微信的用户粘性奠定优势



资料来源：Questmobile，华金证券研究所

2019 年，腾讯金融科技业务的营业收入为 844 亿元。我们估算，其中 54% 来自于线上、线下商户贡献的支付佣金收入，加权平均佣金率约为 0.3%。

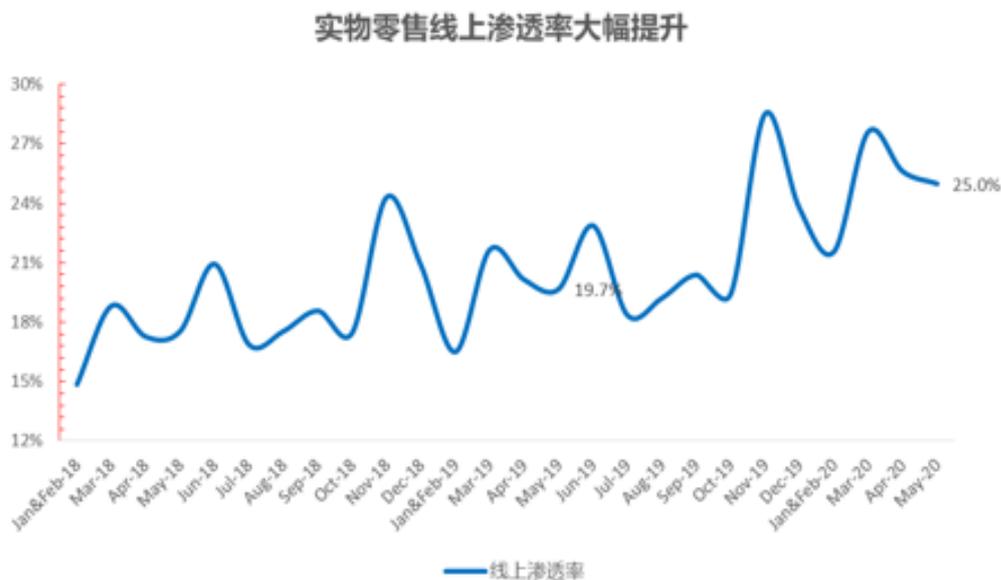
图 81：2019 年腾讯金融科技业务营收结构（估算）



资料来源：华金证券研究所

线上支付业务是当前腾讯金融科技业务的盈利基本盘。今年 5 月，实物商品零售线上渗透率已提升至 25.0%，较去年同期提升 5.3 个百分点，新冠疫情加速了电子商务渗透率的提升。

图 82：中国线上零售渗透率持续提升



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

我们估计，2019 年线上支付交易规模的约半数由京东、拼多多、美团、唯品会、每日优鲜等腾讯系电商贡献。此外，根据阿拉丁小程序统计平台，2019 年微信小程序的 GMV 已经达到 1.2 万亿元，规模较 2018 年翻倍，而正处于灰度测试的微信小商店有望推动微信小程序的 GMV 保持高速增长。盈利能力方面，由于微信支付直接与电商平台进行对接，腾讯线上支付业务的毛利率较高，主要成本为向发卡行支付的 1% 手续费。

表 4：线上支付佣金收入（估算）

主要线上支付平台	2018	2019	2020E
京东 GMV（亿元）	16,935	21,000	26,670
调整系数	80%	80%	80%
调整 GMV（亿元）	13,548	16,800	21,336
费率	4%	4%	4%
京东贡献佣金（亿元）	54	67	85
美团 GMV（亿元）	5,156	6,821	7,503
调整系数	80%	80%	80%
调整 GMV（亿元）	4,125	5,457	6,002
费率	4%	4%	4%
美团贡献佣金（亿元）	16	22	24
拼多多 GMV（亿元）	4,716	10,066	16,609
调整系数	70%	70%	70%
调整 GMV（亿元）	3,301	7,046	11,626
费率	4%	4%	4%
拼多多佣金（亿元）	13	28	47
微信小程序 GMV	6,000	12,000	21,000
调整系数	95%	95%	95%
调整 GMV	5,700	11,400	19,950
费率	4%	4%	4%
微信小程序佣金（亿元）	23	46	80
合计贡献佣金（亿元）	107	163	236
YoY		52.6%	44.7%
占金融科技营业收入	16.7%	19.3%	21.5%

资料来源：公司财报，阿拉丁，华金证券研究所

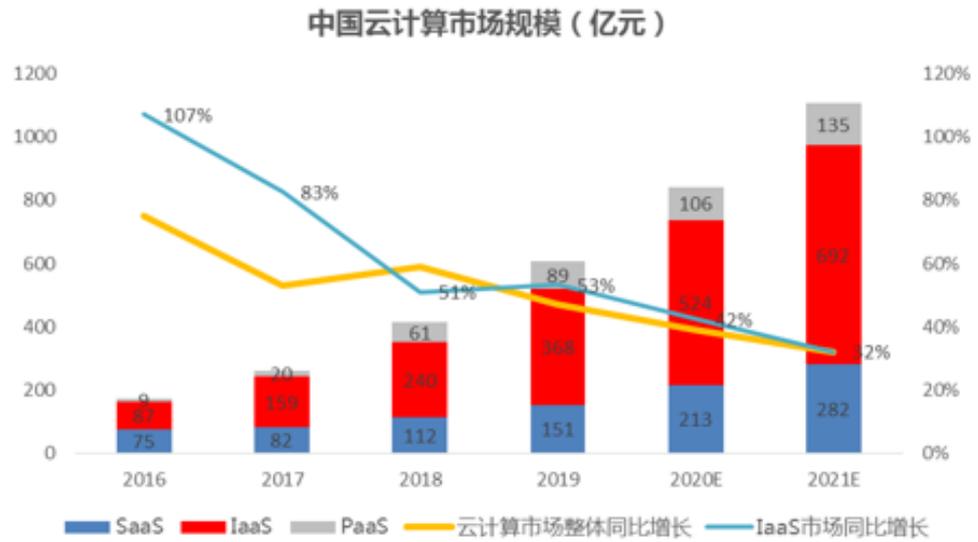
线下支付业务方面，腾讯主要透过代理商发展零散的实体商户网络，因此除了向发卡行支付 1% 手续费以外，公司须向代理商支付一定比例的佣金，因而毛利率偏低。

非支付业务方面，受益于微粒贷、理财通、微保等产品的快速增长，营收占比 13% 的非支付相关收入增速较高，同时毛利率较高。此外，提现收入、信用卡还款收入增速较为平缓。

6、云及企业服务：全速追赶，后劲可期

根据国际数据公司 IDC，2020 年中国云计算市场规模将达到 843 亿元。其中，阿里巴巴、腾讯等巨头重点布局的基础设施及服务（IaaS）市场规模为 524 亿元，同比增速 42%。

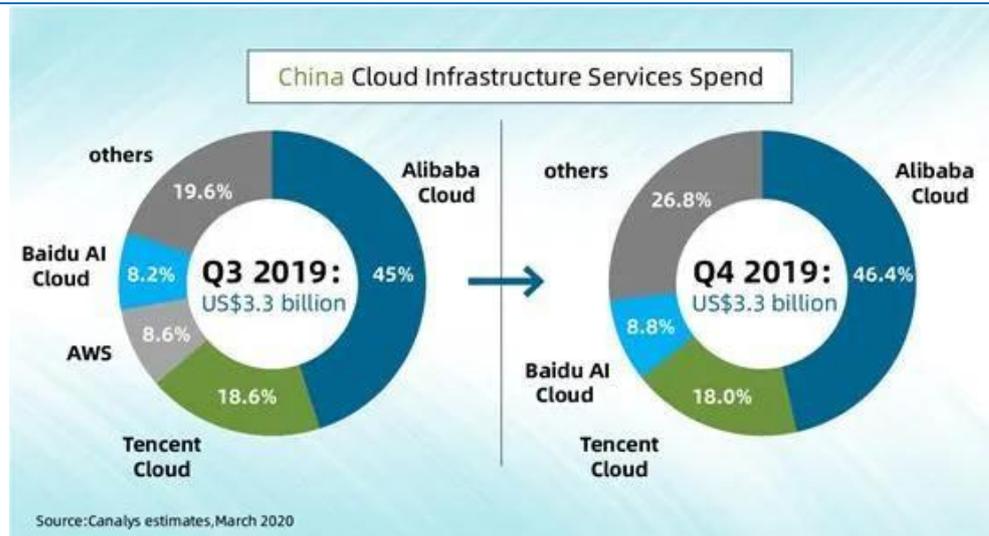
图 83：中国云计算市场规模保持较快增长



资料来源：IDC，华金证券研究所

根据英国调研机构 Canalys，2019 年第四季度中国云计算市场规模达到 33 亿美元，同比增长 67%，继续保持高增长。全年来看，中国云计算市场增速为 64%，规模超过 107 亿美元。

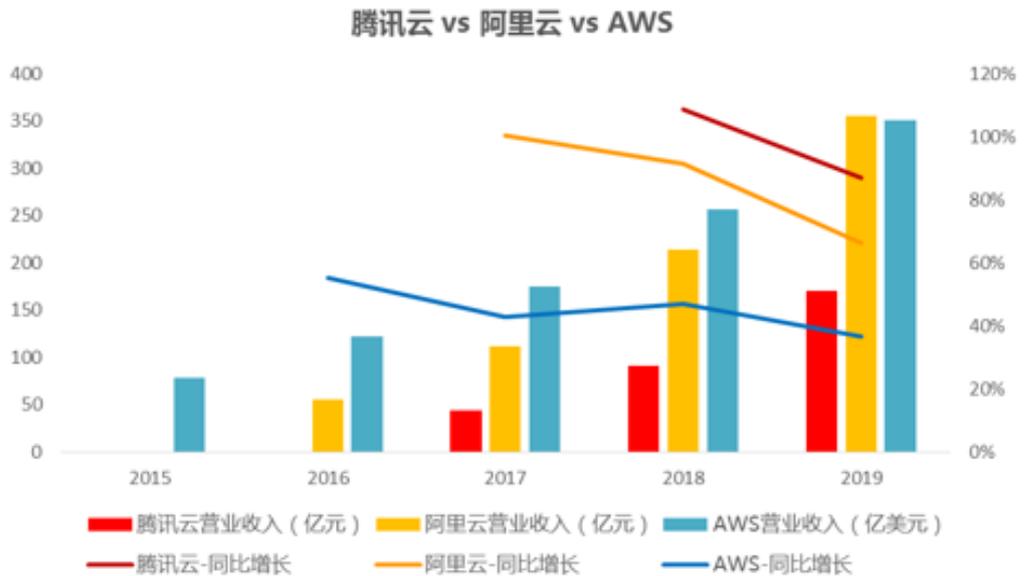
图 84：中国云计算市场占有率



资料来源：Canalys，华金证券研究所

IaaS 是云计算产业的底层规模基础，涉及大量资本投入和复杂技术研发，属于资本与技术密集型行业，中长期看规模效应潜力巨大，并有着较高的壁垒及护城河。放眼全球市场，IaaS 市场主要由亚马逊、微软等大厂占领。同样地，中国云服务市场集中度较高，CR3 超过 73%。

图 85: 腾讯云、阿里云、AWS 年度营收比较 (阿里云调整至自然年)

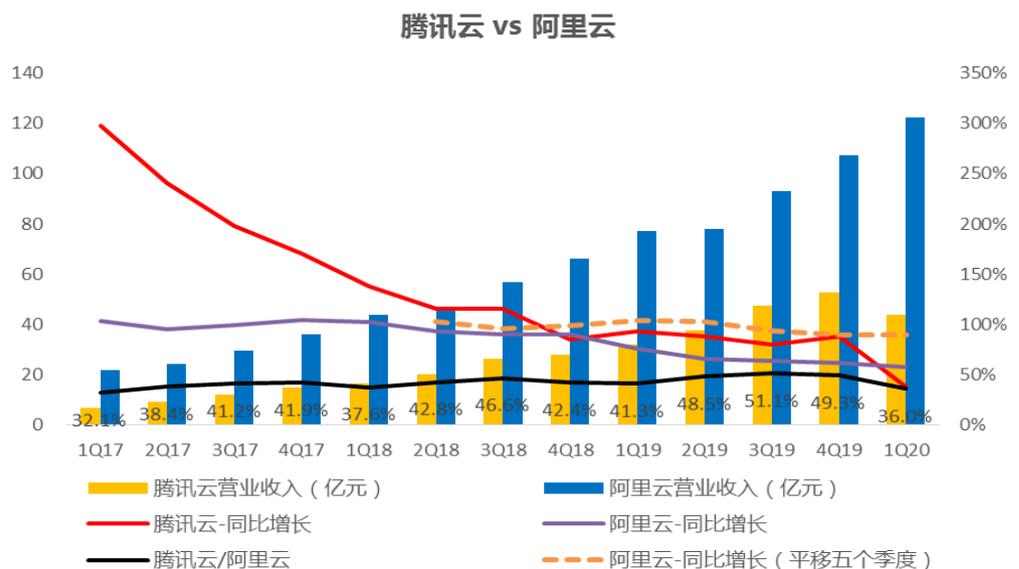


资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

在第三次组织架构变革之前, 腾讯云隶属于社交网络事业群 SNG, 与阿里云相比较, 腾讯云的资源调动能力、战略地位都有明显差距。2018 年 10 月, 云与智慧产业事业群成立, 标志着发展以云计算服务为主的产业互联网成为腾讯的重要战略目标。

2019 年第四季度, 腾讯云与阿里云的营收比值已达到至 49%, 而在 2017 年第一季度, 该比值仅为 32%。不过受到新冠疫情的影响, 部分腾讯云业务未能如期落地, 2020 年第一季度增速放缓至约 40%。

图 86: 腾讯云、阿里云季度营收比较

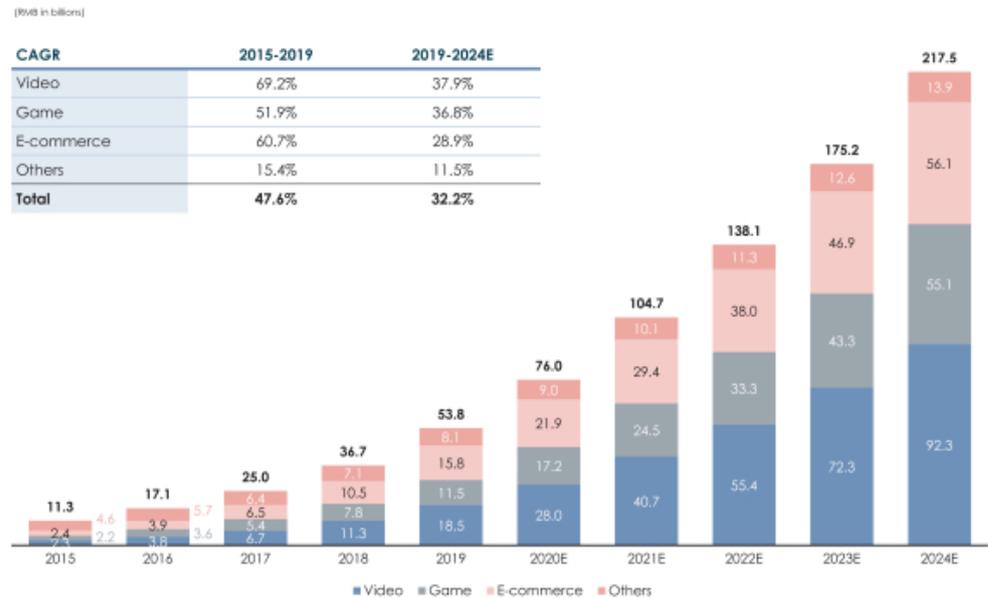


资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

腾讯云的快速增长与腾讯投资所构建的“腾讯帝国”密切相关, 拼多多、美团、哔哩哔哩、快手等被投资企业均是腾讯云的核心客户。而根据 Frost&Sullivan 的估计, 2024 年视频云、游戏云的市场规模将分别达到 923、551 亿元, 两者合计占到 2024 年中国云计算市场规模的 68%。

依托于丰富的泛娱乐产业经验，未来腾讯云有望进一步缩小与阿里云的差距。此外，在全球节点、宽带资源储备能力等不占优的情况下，腾讯云定价略低于阿里云，因此受到了部分中小企业和个人用户的青睐。

图 87：中国云计算市场规模（按下游行业）



资料来源：金山云招股书（Frost&Sullivan），华金证券研究所

作为较早布局云计算的国际龙头，亚马逊 AWS 和微软智能云已展现出了良好的盈利能力。其中，亚马逊 AWS 在运营 7 年后实现盈利，2020 年第一季度实现营业利润 30 亿美元，营业利润率超过 30%，并贡献了公司约 69% 的营业利润。

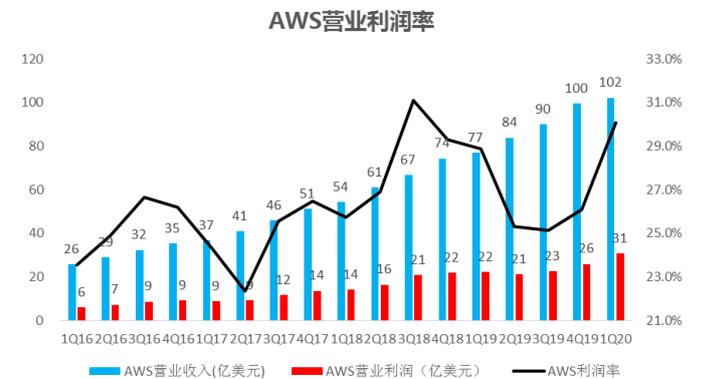
阿里云持续领跑中国云服务市场，但由于云计算业务前期的投入巨大以及日趋激烈的市场竞争，运营已满 7 年的阿里云目前仍然处于战略亏损状态，2020 年第一季度（FY4Q20）阿里云 Non-GAAP 口径下 EBITA 亏损率为 1.5%。相比之下，腾讯云所处阶段更偏早期，我们估计当前毛亏损率介于 15-20%。

图 88：阿里云已接近盈亏平衡



资料来源：公司财报，华金证券研究所

图 89：AWS 已展现良好的盈利能力



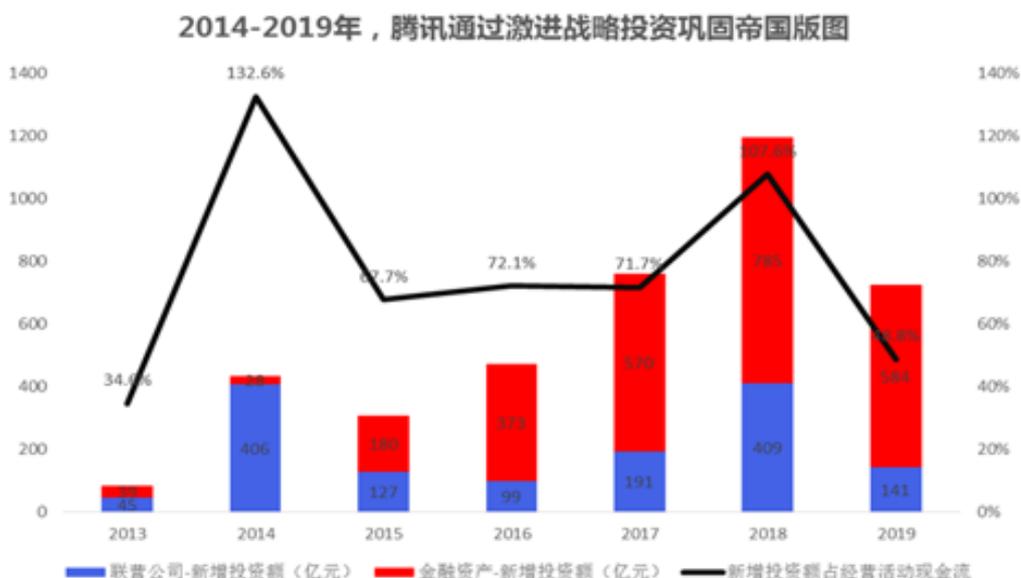
资料来源：公司财报，华金证券研究所

三、腾讯投资版图梳理：低调却凶猛的顶级“造梦师”

1、腾讯真的是一家投资公司吗？

2014-2019 年间，腾讯累计创造了 5094 亿元经营活动现金流。同期，腾讯对外投资接近 4000 亿元，这并不包括对于腾讯云等体内新业务的投资。其中，2014、2018 年的金融与联营资产新增投资额甚至超过了当年的经营现金流。

图 90：2014-2019 年腾讯快速扩大投资版图

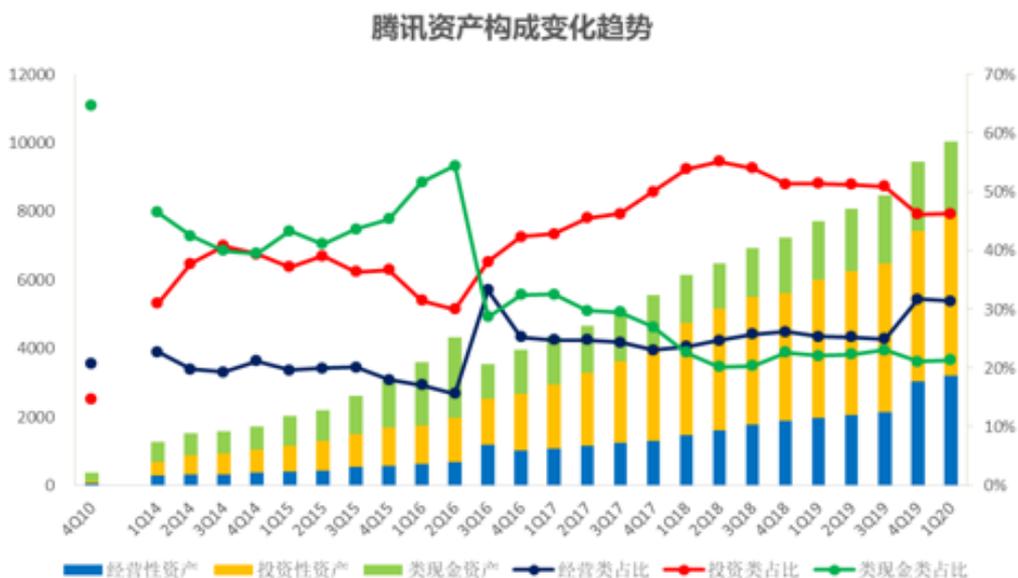


资料来源：公司财报，华金证券研究所

从绝对值看，2020 年一季度末腾讯资产规模已增长至 10150 亿元，而 2014 年末为 1711 亿元。其中，腾讯的资产总额中投资类资产占比已由 2014 年第一季度的 31% 升至 2020 年一季度末的 46%，最高点则是 2018 年二季度末的 55%，与之对比的是 2010 年末投资类资产占比尚不足 15%。

与此同时，类现金资产的比例由 2014 年第一季度的 46% 快速下降至 2020 年一季度末的 21%，而经营类资产占比亦有小幅增长，2020 年一季度末为 31%。

图 91：腾讯资产结构变化



资料来源：公司财报，华金证券研究所

我们认为，本质上腾讯并非一家投资公司。自 QQ 诞生以来，腾讯的核心战略便是凭借坚不可破的社交流量内核，牢牢地掌控着最具盈利价值的关键业务，特别是网络游戏领域的产业运营能力无出其右。

2014 年，败走电商后的腾讯再次微调了组织架构，公司充分地意识到并非在所有移动互联网赛道上都能“撸起袖子自己上”。效率更高的方式是凭借“上帝视角”筛选赛道与项目，将稳定性和盈利能力相对较低或自身缺乏经营优势的一组业务通过战略投资的方式交给合作伙伴，并通过“流量内核”增强合作伙伴的经营稳定性。

最终，京东、美团点评、拼多多等至关重要的合作伙伴脱颖而出，从不同维度扩大了腾讯的业务边界与业务协同，进而进一步巩固了“腾讯帝国”，而在财务结果上看腾讯也收获了可观的资本增值。

2、腾讯投资业务如何体现在财务报表中？

腾讯的对外投资业务反应在资产负债表中主要体现为“于联营公司的投资”、“以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产”、“以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产”。

（1）于联营公司的投资：

通常是指与公司主营业务有联动价值或对被投资公司施加重大影响的投资类别，其中包括了美团点评（上市之后）等“腾讯系”企业。

一般情况下，腾讯会根据最近一次投资的估值（成本）计入资产负债表，在每个财务报告期正常的市场波动导致的潜在公允价值变化不做处理，但当企业发生重大变化导致公允价值变化时，相应变动会计入利润表。

从历史上看，此类被投企业的估值整体处于上升趋势，但腾讯采用了谨慎且保守的会计处理方式，基本以投资成本反应在会计科目当中。

(2) 金融资产：

从投资目的看，主要以获得财务回报为目的，在适当时机将被出售的投资类资产。从实际经营上看，与腾讯自身主营业务协同价值相对有限，且对被投企业尚难形成重大影响。比如，2017年3月斥资18亿美元入股特斯拉。

金融资产分为两类：“以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产”，这类金融资产的公允价值变动计入损益表，处置计入损益表；“以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产”，这类金融资产的公允价值变动计入其他全面收益，处置不计入利润表。

在IFRS-9的框架下，如果想让金融资产的投资收益可以影响当期利润，那必须接受公允价值波动造成的业绩波动，与老准则下公允价值波动不计入利润、处置计入利润的规定有很大差别。

正因为此，腾讯对于金融资产的处理原则是：1) 对于金融资产中绝大部分上市公司资产归入“以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产”，将绝大部分非上市公司资产归入计入“以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产”；2) 在这样的处理原则下，腾讯可以尽量避免上市资产的股价波动对于当期利润的影响（无论正向或反向），使得损益表始终保持较高的参考性。

图 92：IFRS9 对于投资类资产的定义

	2018年以前 国际会计准则39号	2018年以后 国际会计准则9号
可供出售金融资产	<ul style="list-style-type: none"> 公允价值变动不计入利润 处置影响损益 上市和非上市股权 	<ul style="list-style-type: none"> 公允价值变动不计入利润 处置不计入利润 上市股权
对联营公司的投资	<ul style="list-style-type: none"> 公允价值不影响账面价值，不计入利润 处置影响损益 经营成果按分占比例影响利润 上市和非上市股权 	<ul style="list-style-type: none"> 公允价值变动计入利润 非上市股权
		<ul style="list-style-type: none"> 公允价值不影响账面价值，不计入利润 处置影响损益 经营成果按分占比例影响利润 上市和非上市股权

资料来源：华金证券研究所整理

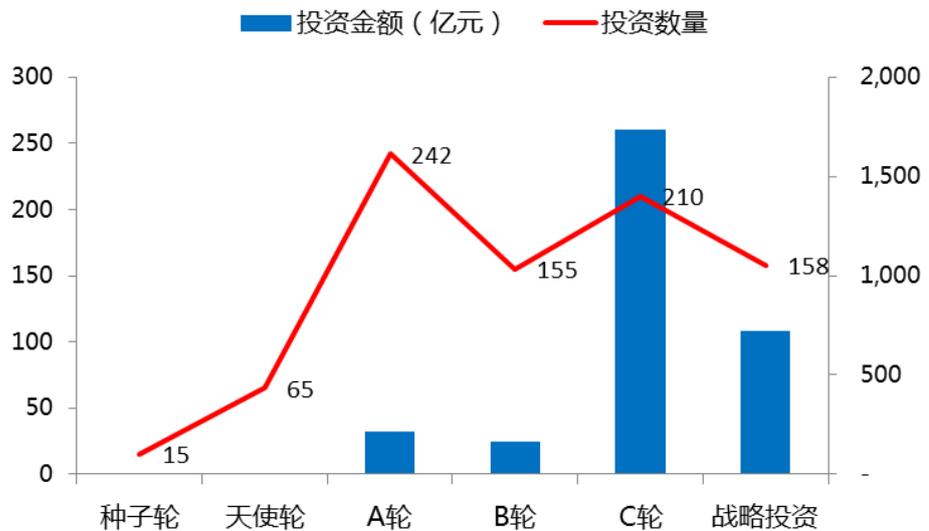
3、腾讯的投资思路是什么？

“微信+QQ”双社交平台令腾讯长期以来享有海量用户大数据，而对于大数据的深入挖掘使得腾讯在投资方面获取了“上帝视角”——足以让腾讯更早地发现那些交易最活跃、成长最快的公司，甚至可能早于风险投资机构（VC）发现优质公司。

腾讯投资的理念是战略价值先行、不能缺位，即使投错也不能错过，因此普遍选择更早地与一家公司产生资本连接。

根据IT桔子的统计，在845项可以追溯的投资中，A轮及更早期公司的投资数量累计占比约为40%。若考虑到部分被定义为“战略投资”的投资同样偏早期阶段，实际上腾讯投资于A轮及更早期公司的比例更高。一旦被投公司发展较好，腾讯便会进行跟投，最终对不同生命周期的公司全覆盖。

图 93：腾讯投资数量、金额、轮次统计



资料来源：IT 桔子，华金证券研究所

每日优鲜是一个经典的案例。2015 年 4 月，初创不足半年的每日优鲜正式上线微信商城，强劲的销量数据成功被腾讯“捕捉”，一个月内腾讯便完成了对其 A 轮 1000 万美元投资。此后 5 年内，腾讯 3 次增持，目前每日优鲜的投后估值已超 30 亿美元。

表 5：每日优鲜融资情况

轮次	时间	投资方	金额
天使	2014 年 12 月	光信资本	500 万美元
A 轮	2015 年 5 月	光信资本、腾讯	1000 万美元
B 轮	2015 年 11 月	腾讯产业共赢基金、浙商创投	2 亿元
B+轮	2016 年 4 月	远翼资本、华创资本	2.3 亿元
C 轮	2017 年 1 月	联想集团、腾讯、远东宏信等	1 亿美元
战略投资	2018 年 9 月	高盛、腾讯、老虎基金等	4.5 亿美元
新一轮（传闻）	2020 年 5 月	中金资本等	未透露

资料来源：IT 桔子，华金证券研究所

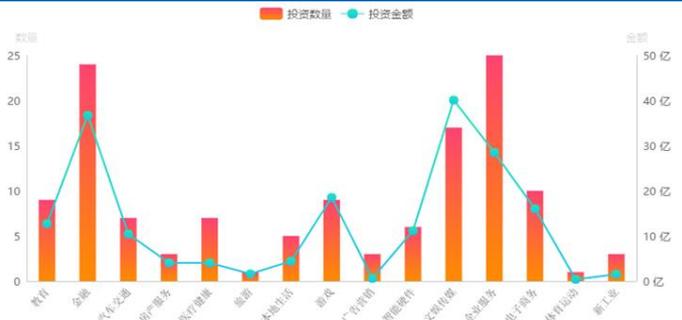
此外，值得注意的是腾讯的投资业务紧跟自身战略。从全时期来看，腾讯投资最为密集的是文娱传媒行业，投资数量、投资金额均位列第一，而游戏板块紧随其后，充分体现了腾讯在社交流量支持下通过优质内容实现商业化目标的基础战略。而从最近一年的投资分布来看，在第三次组织架构变革之后，企业服务、金融成为了腾讯最为重视的板块，投资金额均接近 50 亿元。

图 94：腾讯投资行业分布（全时期）



资料来源：IT 桔子，华金证券研究所

图 95：腾讯投资行业分布（最近一年）



资料来源：IT 桔子，华金证券研究所

4、如何评估腾讯投资业务的战绩？

腾讯采用了相对激进的经营策略——自身业务经营使用财务杠杆，为股东创造的经营回报绝大部分用于投资。因此，站在二级市场投资的视角，对于腾讯投资效率的评估十分重要。

腾讯擅长打造“独角兽”。IT 桔子独角兽公司榜单估值排名前 50 名的企业之中，由腾讯直接投资的达到 14 家，其中仅有猿辅导、满帮集团为 F 轮融资，而 A 轮包括京东物流、自如网，B 轮则包括了滴滴出行、陆金所。

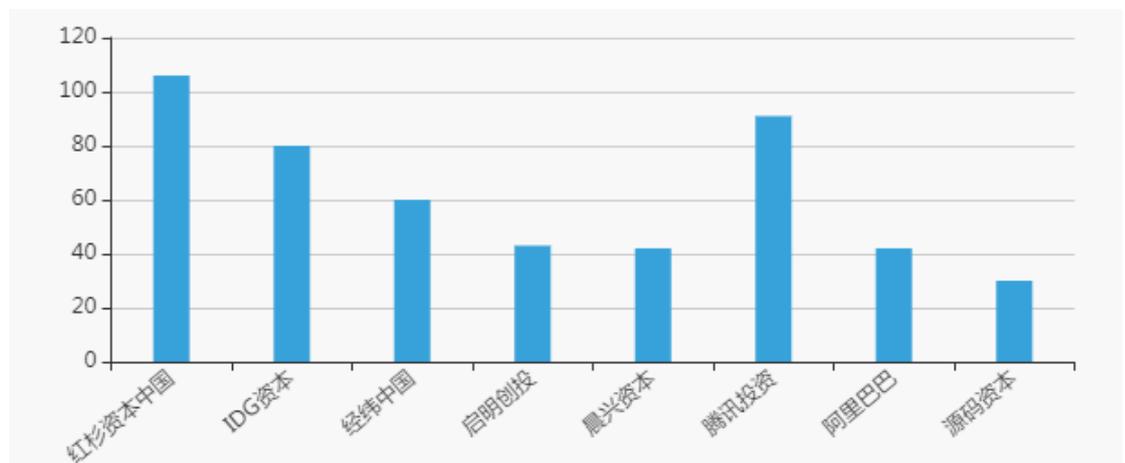
表 6：腾讯成功命中了 14 家 Top50 独角兽

排名	公司	最新估值（亿美元）	腾讯投资（仅含首次投资）	
			轮次	时间
4	滴滴出行	580	B 轮	2013 年 4 月
5	陆金所	394	B 轮	2016 年 1 月
8	快手	286	D 轮	2017 年 3 月
10	微众银行	185	不适用（由腾讯发起创立）	
12	贝壳找房	140	D 轮	2019 年 7 月
13	京东物流	134	A 轮	2018 年 2 月
14	车好多集团	110	C 轮	2018 年 3 月
17	猿辅导	78	F 轮-上市前	2018 年 12 月
21	自如网	66	A 轮	2018 年 1 月
23	满帮集团	65	F 轮-上市前	2018 年 4 月
30	微医	55	C 轮	2014 年 10 月
31	优必选	55	C 轮	2017 年 11 月
34	VIPKID	45	D 轮	2019 年 10 月
48	喜马拉雅	34	E 轮	2018 年 8 月

资料来源：IT 桔子，华金证券研究所

根据 IT 桔子的统计，在投资独角兽的绝对数量上，腾讯投资仅次于红杉资本中国，并明显领先于同样为产业投资者的阿里巴巴。

图 96：主要投资机构中国独角兽（市值>10 亿美元）上榜次数



资料来源：IT 桔子，华金证券研究所

从损益表上看，投资业务对于损益表的影响主要体现为“其他收益净额”、“分占联营公司及合营公司（亏损）/盈利净额”两个科目。

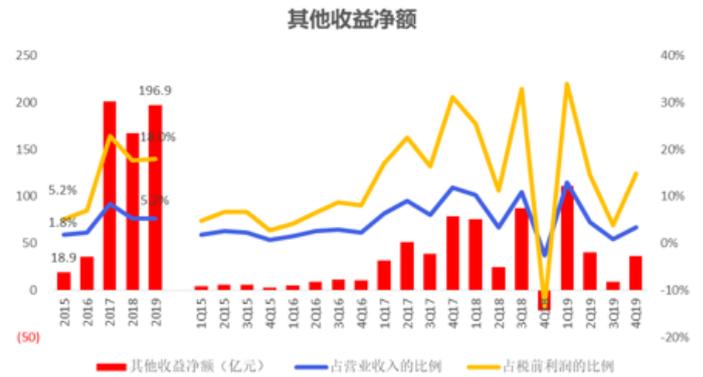
其他收益净额：主要包括了“处置及视同处置投资公司的收益净额”、“以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产的公允价值收益净额”、“于投资公司及收购产生的无形资产的减值拨备 /（拨回）”、“其他金融工具公允价值收益净额”、“股息收入”。2019年，其他收益净额为197亿元，占到营业收入、税前利润的比例分别为5%、18%。

图 97：腾讯其他收益净额明细

其他收益净额	二零一九年 人民币百万元	二零一八年 人民币百万元
處置及視同處置投資公司的收益淨額(附註(a))	8,492	2,932
以公允價值計量且其變動計入損益的金融資產的公允價值收益淨額(附註(b))	9,511	28,738
補貼及遞稅	4,263	3,456
於投資公司及收購產生的無形資產的減值撥備/(撥回)(附註(c))	(4,006)	(17,577)
其他金融工具公允價值收益淨額(附註27及附註38)	1,647	1,019
股息收入	1,014	686
向騰訊公益慈善基金會的捐款	(850)	(730)
其他	(382)	(1,810)
	19,689	16,714

资料来源：公司财报，华金证券研究所

图 98：腾讯其他收益净额变化趋势



资料来源：公司财报，华金证券研究所

分占联营公司及合营公司（亏损）/盈利净额：腾讯按照持股比例计入联营及合营公司的应占盈亏。由于腾讯大量投资于早期企业，因此整体盈亏贡献并不高，其中2019年应占亏损为17亿元，但美团点评、京东等企业无疑拥有良好的盈利前景。

图 99：腾讯分占联营/合营公司盈利变化趋势



资料来源：公司财报，华金证券研究所

我们尝试进一步量化腾讯投资业务的回报率。由于联营资产和金融资产计入的方式不一样，我们分别计算联营资产和金融资产的收益率。

正如上文所述，IFRS-9 的框架下，金融资产经过了公允价值计量，因此我们根据季末值计算了每个季度的收益率并最后进行汇总。统计结果显示，对于金融资产若以 2013 年末的 125 亿元为起点，那么到 2019 年末，腾讯的金融资产的年复合投资回报率为 25%，达到 2136 亿元。

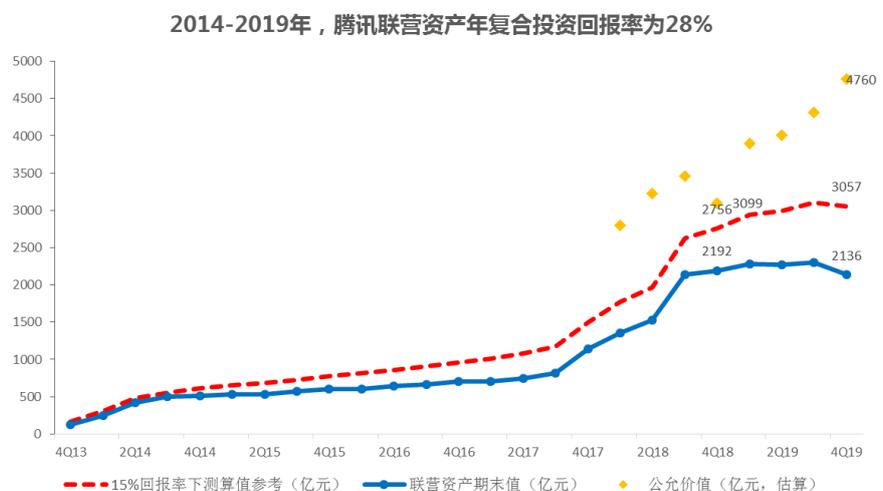
图 100：腾讯金融资产投资回报率测算



资料来源：公司财报，华金证券研究所

联营资产方面，腾讯自 2017 年报公布已上市联营资产的公允价值，而我们根据一定溢价比率推算非上市联营资产的公允价值。最终，我们根据 2019 年的公允价值推算整体收益率，最后再计算年化增长率。统计结果显示，对于联营资产若以 2013 年末的 170 亿元（较当时账面价值溢价 40%）为起点，那么到 2019 年末，腾讯联营资产的年复合回报率为 28%，公允价值达到 4760 亿元。

图 101：腾讯联营资产投资回报率测算



资料来源：公司财报，华金证券研究所

四、盈利预测与估值建议

我们认为，在完成第三次组织架构变革后，腾讯明确了“扎根消费互联网，拥抱产业互联网”的经营战略，自去年四季度开始，公司的各大业务条线已进入良性发展趋势。我们预计 2020-2022 年经调整归母净利润分别为 1195 亿、1451 亿、1728 亿元人民币，同比增速分别为 26.3%/21.5%、19.1%，期间净利率维持在 25% 左右。

估值方面，我们使用 DCF 估值模型对公司主营业务进行估值，并使用 NAV 估值法对公司投资业务进行单独估值。其中，DCF 模型估算得到公司主营业务股权价值为 4.63 万亿元，NAV 估值法对公司投资业务的估算公司股权价值 5784 亿元，两者相加得出合理估值为 5.2 万亿元，对应股价为 604.67 港元。

1、主要假设

(1) 营业收入：

我们分别就公司的三大业务—增值服务业务、网络广告业务、金融科技和企业服务业务进行预测，核心假设及数据为：

- 1) 网络游戏业务：丰富 Pipeline 将助力公司手游业务持续增长，我们假设 2020-2022 年同比增速为 32.0%、18.9%、15.2%，而端游业务营收稳中微降，整体上网络游戏业务未来三年营收同比增速为 29.1%、13.5%、11.3%。
- 2) 社交网络业务：假设 2020-2022 年，社交网络业务的主要运营体腾讯视频、腾讯音乐、阅文集团继续保持付费用户数与 ARPPU 稳健增长，驱动社交网络业务营收增速保持在 15% 左右。
- 3) 网络广告业务：假设 2020-2022 年，微信商业化的加速将驱动社交及其他广告营收同比增速为 32.1%、27.5%、22.2%，同时媒体广告营收保持平稳增长，整体上网络广告业务未来三年营收同比增速为 24.7%、24.2%、20.0%。
- 4) 金融科技业务：假设微信支付于线下支付场景的市占率将进一步提升，而线上支付同时受益于腾讯系电商及微信小程序、微信小商店的场景开拓，同时基于流量池的微粒贷、理财通等业务继续成长，共同推动 2020-2022 年营收同比增速达到 29.9%、27.7%、23.8%。
- 5) 云及企业服务业务：新冠疫情导致部分云计算项目落地时间晚于预期，预计 2020 年营收增速将放缓至 52.0%，但 2021-2022 年将分别反弹至 70.0%、55.0%。

表 7：腾讯营业收入拆分预测

(亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入拆分	3,127	3,773	4,752	5,824	6,979
YoY	31.5%	20.7%	25.9%	22.6%	19.8%
1、增值服务	1,766	2,000	2,456	2,824	3,178
YoY	14.7%	13.2%	22.8%	15.0%	12.5%
网络游戏	1,040	1,149	1,483	1,683	1,874
YoY	6.2%	10.5%	29.1%	13.5%	11.3%
社交网络	727	851	973	1,141	1,305
YoY	29.5%	17.1%	14.3%	17.3%	14.3%
2、网络广告	581	684	852	1,059	1,271
YoY	43.6%	17.7%	24.7%	24.2%	20.0%
社交及其他广告	398	529	699	891	1,089
YoY	55.3%	33.0%	32.1%	27.5%	22.2%
媒体广告	183	155	154	168	183
YoY	23.4%	-15.4%	-0.7%	9.5%	8.5%
3、金融科技和企业服务	731	1,014	1,354	1,838	2,412
YoY	80.1%	38.6%	33.6%	35.7%	31.2%
金融科技	640	844	1,096	1,399	1,731
YoY	76.6%	31.7%	29.9%	27.7%	23.8%
云及企业服务	91	170	258	439	681
YoY	108.5%	86.8%	52.0%	70.0%	55.0%
4、其他	48	76	89	103	117
YoY	77.7%	56.6%	18.0%	15.0%	14.0%

资料来源：公司财报，华金证券研究所

(2) 毛利率与费用率预测

毛利率：我们认为 2020 年增值服务业务毛利率将受益于全年游戏业务的高景气度，尤其是高毛利率的自研游戏《王者荣耀》带来正面贡献。主要受益于社交及其他广告营收占比提升，我们预计网络广告业务的毛利率将稳步增长。此外，随着时间推进云及企业服务将展现出规模效应，毛利率保持上升趋势，而金融科技业务将继续成长为新“现金牛”。

经营费用率：我们预计，2020 年腾讯销售费用率将小幅增加至 6.9%，一方面由于 2019 年低基数效应，另一方面腾讯今年将加大对于微视、新游戏等内容服务的市场推广开支。总体而言，2020-2022 年腾讯经营费用率将大体保持平稳。

表 8：腾讯营业收入预测结果表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	45.5%	44.4%	45.4%	45.2%	45.0%
1、增值服务	53.0%	54.0%	54.3%	54.5%	54.7%
2、网络广告	35.8%	49.0%	52.0%	53.5%	55.0%
3、金融科技和企业服务	24.2%	27.2%	28.1%	28.5%	29.1%
金融科技	30.5%	35.7%	37.5%	39.0%	40.5%
云及企业服务	-20.0%	-15.0%	-12.0%	-5.0%	0.0%
经营费用率	21.0%	19.8%	20.9%	20.5%	20.0%
1、销售费用率	7.7%	5.7%	6.9%	6.7%	6.5%
2、管理费用率	5.9%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%
3、研发费用率	7.3%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%

资料来源：公司财报，华金证券研究所

2、盈利预测

Non-IFRS 归母净利润：Non-IFRS 归母净利润是较财报口径归母净利润的调整主要在于剔除了投资板块的业绩影响并加回了股份酬金等。我们预测，2020-2022 年腾讯控股将实现 Non-IFRS 归母净利润 1192/1448/1725 亿元，同比分别增长 26.3%、21.5%、19.1%。

表 9：腾讯营业收入预测结果表

(亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,127	3,773	4,752	5,824	6,979
YoY	31.5%	20.7%	25.9%	22.6%	19.8%
归母净利润	787	933	1,055	1,283	1,524
YoY	10.1%	18.5%	13.1%	21.5%	18.9%
Non-IFRS 归母净利润	775	944	1,192	1,448	1,725
YoY	19.0%	21.8%	26.3%	21.5%	19.1%

资料来源：公司财报，华金证券研究所

3、估值

考虑到腾讯投资板块的体量及对于盈利的波动性，我们将腾讯投资板块独立估值，并对主营业务采用 DCF 模型估值，最终将两者加总得到目标估值。

在 WACC 为 9%、永续增长率 g 为 3% 的假设之下，我们计算得出腾讯核心业务估值为 4.90 万亿元，合每股 537 港元。

表 10: WACC 计算工程

适用折现率 (WACC)	9.00%
永续增长率 g	3.00%
税后债务成本率	3.74%
股权成本率	9.93%
无风险报酬率	2.45%
风险补偿率	6.00%
贝塔系数	1.25
目标资本结构	15.00%
适用折现率 (WACC)	9.00%

资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

腾讯的投资资产主要包括于联营公司的权益以及两类金融资产, 我们尝试计算上述投资资产于 2019 年末的经调整 NAV。其中, 联营公司权益方面, 2019 年末上市、非上市联营公司资产的账面价值分别为 1414/723 亿元。在 2019 年报中, 腾讯披露上市联营企业 2019 年共实现营业收入 1672 亿元, 持续经营亏损为 45 亿元, 对应的公允价值为 3347 亿元, 相当于 2 倍 PS, 较账面价值溢价 137%。我们假设非上市联营资产的公允价值溢价率为上市联营资产的 50% (即 68%), 则非上市联营资产于 2019 年末的公允价值为 1217 亿元, 相当于 2.8 倍 PS 和 39 倍市盈率。金融资产方面, 在财报中均以公允价值计价, 因此我们假定账面价值等于 NAV。

图 102: 2019 年腾讯联营资产经营情况

	於十二月三十一日						上市联营公司 投资的公允价值 人民币百萬元
	資產	負債	收入	持續經營 盈利/(虧損)	其他 全面收益	全面收益/ (虧損)總額	
	人民币百萬元	人民币百萬元	人民币百萬元	人民币百萬元	人民币百萬元	人民币百萬元	
二零一九年							
上市企業	243,940	102,590	167,222	(4,462)	164	(4,298)	334,688
非上市企業	194,518	122,254	42,458	3,091	(34)	3,057	
	438,458	224,844	209,680	(1,371)	130	(1,241)	

资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

根据上述方式, 我们得出投资资产 NAV 为 6804 亿元, 若给予 15% 折让率, 经调整 NAV 为 5783 亿元, 对应每股经调整投资资产 NAV 为 67 港元。

表 11: 投资资产经调整 NAV 测算 (2019 年)

类别	备注	
投资资产 NAV (亿元)	金融资产 NAV+联营公司股权 NAV	6804
1、两类金融资产 (亿元)	财报披露值	2240
2、联营公司股权 (亿元)		4564
上市	财报披露值	3347
非上市	溢价率按上市联营资产溢价率的 50%	1217
NAV 折让率		15%
经调整 NAV (亿元)		5783
每股经调整投资资产 NAV (港元)	按最新股本、最新汇率	67.11

资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

表 12: 腾讯主要权益资产今年以来市值大增

公司名称	市值(亿, 原货币)	市值(亿元)	年初至今涨跌幅	腾讯持股比例	权益市值
美团点评	12,281	11,198	106%	21%	2,327
拼多多	1,081	7,642	139%	19%	1,414
京东	1,190	8,411	91%	17%	1,438

资料来源: 公司资料, Wind, 华金证券研究所

最终, 我们将主营业务每股 NAV 与投资资产每股 NAV 相加得出腾讯控股的合理估值为每股 604.79 港元, 较 2020 年 7 月 10 日收盘价溢价 10.7%。

4、投资建议

我们认为, 腾讯控股仍然是中国互联网行业中确定性最高的企业之一, 在消费互联网领域将长期受益于居民线上消费行为的渗透率提升, 并通过持续打磨优质内容扩大市场份额, 而在产业互联网领域也将把 C 端积累的能力与经验输出给合作伙伴, 帮助其他企业更好地服务用户, 提升供需两侧匹配效率, 最终实现 C2B2C 的闭环。我们首次覆盖腾讯控股, 给予“增持-A”投资评级。

表 13: 可比公司估值

公司	证券代码	收盘价	市值	市盈率			
		当地货币	当地货币, 亿元	2019	2020E	2021E	2022E
腾讯控股	0700.HK	546.50	52,219	50.5	44.6	36.7	30.9
网易-S	9999.HK	152.50	5,269	24.8	36.7	31.6	27.8
阿里巴巴-S	9988.HK	255.40	54,813	36.7	48.0	36.3	27.3
FACEBOOK	FB.O	244.50	6,966	37.7	33.3	24.8	20.8
三七互娱	002555.SZ	48.99	1,035	48.9	37.3	31.5	27.0
完美世界	002624.SZ	59.98	776	51.6	32.7	27.6	23.8
腾讯控股	0700.HK	546.50	52,219	50.5	44.6	36.7	30.9

资料来源: Wind, Thomson One, 华金证券研究所

五、风险提示

互联网行业监管风险: 中国互联网行业始终受到较强的行业监管, 政策的改变或不确定性或令部分业务的正常经营受到影响, 比如 2018 年游戏版号的暂缓审批。

在线娱乐行业不同形式之间竞争激烈的风险: 中国是全球移动互联网经济最为发达的国家, 在线娱乐方式多样性称霸全球, 腾讯若未能把握用户需求而错失重要的新型在线娱乐方式, 用户总时长份额或被其他厂商抢占。

游戏行业市场竞争加剧的风险: 中国游戏行业市场规模超过 2000 亿元, 尽管近年竞争格局已趋稳定, 但去年以来掌握优质泛娱乐流量的字节跳动加速布局游戏行业, 未来或成为游戏行业一个不可小觑的新进入者。

宏观经济不振对于广告业务潜在风险：广告行业的景气度与宏观经济密切相关，如果宏观经济趋势走弱，或影响广告主投放意愿。

云计算行业竞争激烈、拖累盈利能力的风险：中国云计算行业尚处于高速增长期，腾讯云市场规模仍落后于龙头阿里云，而目前各大玩家尚处于跑马圈地、战略性亏损阶段。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	217080	253968	397002	532125	688899	营业收入	312694	377289	475168	582408	697893
现金	163322	182082	309037	425832	562883	营业成本	170570	209756	259568	319355	383650
应收票据及应收账款	28427	35839	45137	55323	66293	营业税金及附加	-	-	-	-	-
预付账款	18493	27840	34451	42387	50920	营业费用	24233	21396	32787	39021	45363
存货	324	718	889	1093	1313	管理费用	18586	23059	28510	34246	40199
其他流动资产	6514	7489	7489	7489	7489	研发费用	22936	30387	38013	46010	54087
非流动资产	506441	700018	796504	903471	1023112	财务费用	100	1299	494	2186	5225
长期投资	363011	432437	497303	571898	657683	资产减值损失	-	-	-	-	-
固定资产	40695	51614	62116	70583	78309	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
无形资产	63756	155316	170354	187594	206548	投资净收益	18201	18008	11404	12813	13958
其他非流动资产	38979	60651	66732	73396	80571	营业利润	94470	109400	127200	154403	183329
资产总计	723521	953986	1193506	1435596	1712011	营业外收入	-	-	-	-	-
流动负债	202435	240156	304019	366063	432643	营业外支出	-	-	-	-	-
短期借款	26834	22695	39794	48855	58607	利润总额	94470	109400	127200	154403	183329
应付票据及应付账款	120767	136398	167350	203009	241181	所得税	14482	13512	19716	23932	28416
其他流动负债	54834	81063	96875	114199	132855	税后利润	79988	95888	107484	130471	154913
非流动负债	164879	225006	290980	337748	389181	少数股东损益	1269	2578	1935	2218	2479
长期借款	87437	187584	149575	111616	74418	归属母公司净利润	78719	93310	105549	128253	152434
其他非流动负债	77442	37422	141405	226132	314763	EBITDA	118646	144652	171355	201374	233202
负债合计	367314	465162	594999	703810	821824						
少数股东权益	32697	56118	58053	60271	62749	主要财务比率					
股本	-	-	-	-	-	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	-	-	-	-	-	成长能力					
留存收益	323510	432706	540455	671515	827438	营业收入(%)	31.5	20.7	25.9	22.6	19.8
归属母公司股东权益	323510	432706	540455	671515	827438	营业利润(%)	30.2	29.0	26.8	26.5	26.3
负债和股东权益	723521	953986	1193506	1435596	1712011	归属于母公司净利润(%)	25.2	24.7	22.2	22.0	21.8
						获利能力					
						毛利率(%)	45.5	44.4	45.4	45.2	45.0
						净利率(%)	25.2	24.7	22.2	22.0	21.8
						ROE(%)	22.5	19.6	18.0	17.8	17.4
						ROIC(%)	17.6	16.9	14.5	14.6	14.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8
						流动比率	1.1	1.1	1.3	1.5	1.6
						速动比率	1.0	0.9	1.2	1.3	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	13.9	11.7	11.7	11.6	11.5
						应付账款周转率	2.8	2.7	2.9	2.9	2.8
						估值比率					
						P/E	69.3	58.5	51.7	42.5	35.8
						P/B	15.3	11.2	9.1	7.5	6.1
						EV/EBITDA	44.7	36.9	31.3	26.8	23.3

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	110396	148590	199490	233996	269364
净利润	79984	95888	107484	130471	180748
折旧摊销	34248	44673	51989	56878	62355
财务费用	100	1299	494	2186	5225
投资损失	-18201	-18008	-11404	-12813	-13958
营运资金变动	-25067	-20050	-30685	-34656	-37105
其他经营现金流	39332	44788	81612	91930	72099
投资活动现金流	-151913	-116170	-142394	-157182	-174820
筹资活动现金流	30887	1672	69859	39981	42507

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	8.23	9.64	10.95	13.25	15.68
每股经营现金流(最新摊薄)	11.54	15.47	20.69	24.17	27.72
每股净资产(最新摊薄)	37.23	50.90	62.08	75.60	91.60

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

高猷嘉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com