

騰訊控股(700 HK)

中國互聯網社交龍頭，具有稀缺性的長期投資標的

中國社交流量霸主，擁有超強競爭力的互聯網龍頭：公司為當前國內互聯網社交龍頭，業務涵蓋遊戲、互聯網廣告、線上視頻、移動支付及互聯網金融，旗下微信及QQ分別擁有6.97億及8.53億活躍用戶，分別佔據用戶16.9%及10.2%的平均時長比例，加上旗下的騰訊視頻、QQ瀏覽器及騰訊新聞等用戶端應用，整個騰訊系壟斷超過60%的用戶時長，是國內當之無愧的流量霸主。公司自創立以來一直堅守用戶體驗優先原則，無論是PC時代打敗OICQ及MSN的QQ，還是在移動互聯網時代打敗MIUI及來往的微信，儘管不時面臨商業化的壓力，卻始終沒有放棄維護用戶體驗的紅線。因此，絕佳的社交定位、對流量的高度壟斷以及對卓越用戶體驗的追求，共同構成了公司超強的競爭力，為其長遠業績增長打下了堅固的基礎。

增長亮點——手遊、移動廣告及互聯網金融：我們認為2016年公司手遊將重拾增速，繼續維持市場領頭地位，互聯網廣告則將隨朋友圈和視頻流媒體廣告的推出而大放異彩。互聯網金融服務作為下一個風口，公司已通過移動支付及線上理財等應用提前佈局。截止15年年底公司已擁有約超過3億綁定銀行卡的移動支付用戶，而16年春節期間通過微信支付收發的紅包數量超過320億，同比增長9倍。總體而言，良好的業務組合及多樣化內生增長點將為公司帶來持續不斷的業績增長。

積極合理的外延式擴張，維持公司持久競爭力及業績增長：公司一向以“連接用戶需求”為投資並購導向，專注於互聯網垂直領域細分龍頭及優質內容，而且多以投資加流量輸出為主要方式。這種既積極又合理的佈局方式，一方面不會對上市公司業績造成重大壓力，不會輕易改變本身“輕資產高盈利”的商業形態，另一方面又賦予被並購方資金、流量以及自由決策權。當所培育的業務進入良性迴圈，其佈局所支付的代價將會以流量變現的形式反哺公司本身。因此，公司這種積極合理的佈局策略，有助其流量變現，同時也將為未來增長打下基礎。

首次覆蓋，買入評級：我們預計，公司2016至2018年收入將分別達到1,336億、1,704億及2,110億元，年均複合增速為27%，2016至2018年淨利潤分別為391.2億、496.7億及614.9億元，年均複合增速達23.8%。我們認為只要流量繼續存在，且沒有新的平臺能夠取代微信及QQ的壟斷地位，則公司就將有不斷地在貨幣化手段上進行探索及試錯的空間。因此，我們對公司最終實現多元化的業績增長具有信心，給予公司目標價為192港元，首次評級為買入。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬元人民幣)	78,932	102,863	133,611	170,434	210,968
調整後淨利潤(百萬元人民幣)	24,224	32,410	39,121	49,674	61,490
經調整後每股盈利(元人民幣)	2.6	3.4	4.1	5.3	6.5
市盈率(x)	52.1	43.4	31.9	25.1	20.3
每股淨資產	8.9	13.1	16.9	21.9	28.0
市帳率(x)	15.1	10.2	7.9	6.1	4.8
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
權益收益率(%)	29.1	23.8	25.1	24.7	23.9

來源：公司及招銀國際研究部

買入(首次覆蓋)

目標價 HK\$192
 潛在升幅 +20.1%
 當前股價 HK\$159.9

蔡浩
 (852) 37618776
 simontsoi@cmbi.com.hk

TMT

市值(百萬港元)	1,504,238
3月平均流通量(百萬港元)	2,476
5周內股價高/低(港元)	167/124
總股本(百萬)	9,404

資料來源：彭博

股東結構

Naspers Limited	33.5%
馬化騰	8.82%

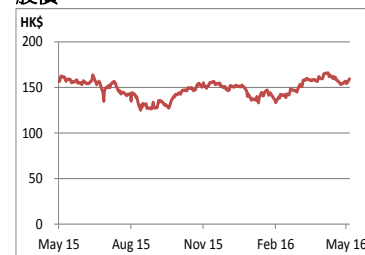
資料來源：聯交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.2%	1.4%
3-月	12.2%	7.7%
6-月	1.9%	15.7%

資料來源：彭博

股價



資料來源：彭博

審計師：普華永道

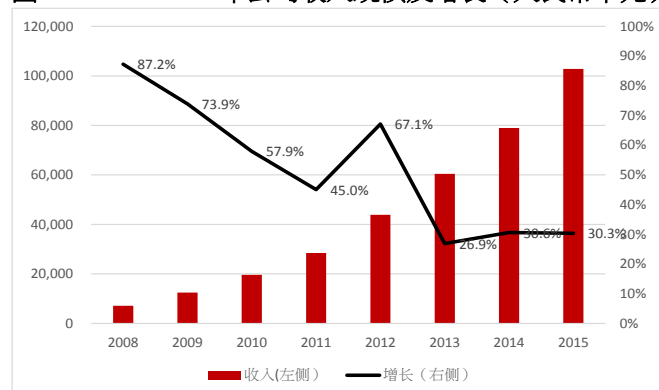
公司網站：www.tencent.com

公司發展歷史.....	3
業務分析.....	4
核心平臺	4
收入結構	5
核心競爭力	8
增長亮點.....	10
財務分析.....	17
收入及盈利預測：	17
運營及財務分析：	18
估值：	21
風險：	23

公司發展歷史

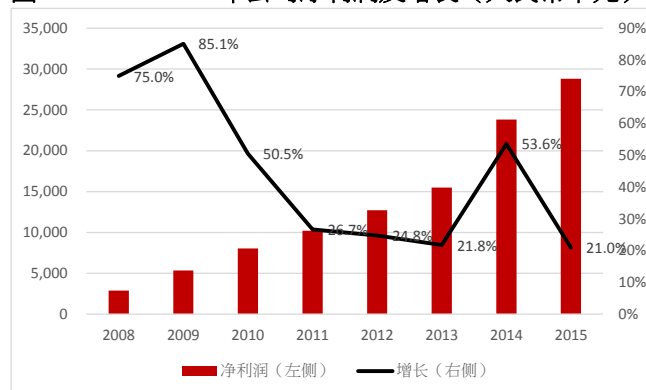
公司為國內互聯網行業的龍頭企業，總部位於中國深圳，於2004年6月16日在香港上市，業務涵蓋遊戲、互聯網廣告、線上視頻、移動支付以及互聯網金融等。公司旗下擁有即時移動通訊工具QQ及微信，覆蓋國內近8億線民用戶，是中國具有壟斷地位的社交平臺。根據2015年全年財務資料顯示，公司總體收入同比增長30.3%至1028.6億元人民幣（下同），是上市以來首次收入超千億的財務年度，超越國內互聯網同業阿裡巴巴及百度；經營利潤率較去年同期提升0.8個百分點至39.5%，歸屬股東淨利潤288.06億，若剔除股權酬金等非現金支出後經調整淨利潤同比增長33.8%至324.1億，調整後淨利潤率達31.5%。

圖一：2008-2015 年公司收入規模及增長（人民幣千元）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖二：2008-2015 年公司淨利潤及增長（人民幣千元）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

除內生業務的發展，公司在投資與並購領域也非常成功。從13年至今，公司投資數十項互聯網相關公司，其中包括著名的出行應用滴滴打車、電商巨頭京東、本地資訊服務提供者大眾點評（現新美大）等。這些被公司參投或領投的企業，通過連接微信或QQ平臺的流量，配合融資所得資金，獲得了快速增長，部分更成為了行業龍頭。通過這種外延擴張，公司在BAT大戰中佔領了大部分的流量入口，同時也從投資標的的成長中獲得了流量的變現。

圖三：2013-2015 年公司重要投資與並購資訊

時間	標的	股權比例	投資總額
2013年4月	滴滴打車 (B輪)		1500萬美金
2013年9月	搜狗	收購合併	4.48億美金
2014年11月	華誼兄弟	8.08%	
2014年12月	滴滴打車 (D輪)		總投資7億美金 (騰訊參投)
2014年1月	華南城	9%	15億美金
2014年1月	滴滴打車 (C輪)		3000萬美金
2014年2月	Snapchat		6000萬美金
2014年2月	大眾點評	20%	4億美金
2014年3月	CJ Games	28%	
2014年3月	京東	15%	2.14億美金
2014年4月	Weeby		3500萬美金
2014年4月	獵豹移動	16.50%	
2014年6月	同程旅遊	15%	
2014年6月	58同城	19.90%	
2014年8月	萬達電商	15%	總投資50億 (騰訊參投)
2014年9月	華南城	13%	115億港元
2014年9月	中石化	2.80%	
2015年11月	知乎 (C輪)		5500萬美金 (騰訊參投)
2015年1月	餓了么 (E輪)		3.5億美金 (騰訊參投)
2015年1月	易車網	3.30%	1.5億美金
2015年1月	易鑫資本	26.60%	1.5億美金
2015年2月	盛大文學	收購合併	
2015年5月	Glu Mobile	14.60%	1.26億美金
2015年5月	Pocket Games		6000萬美金
2015年6月	馬斯葛		7.507億美金
2015年8月	人人車 (C輪)		8500萬美金 (騰訊參投)
2015年8月	富途證券 (B輪)		1000萬美金 (騰訊參投)

資料來源：公司資料，招銀國際研究

業務分析

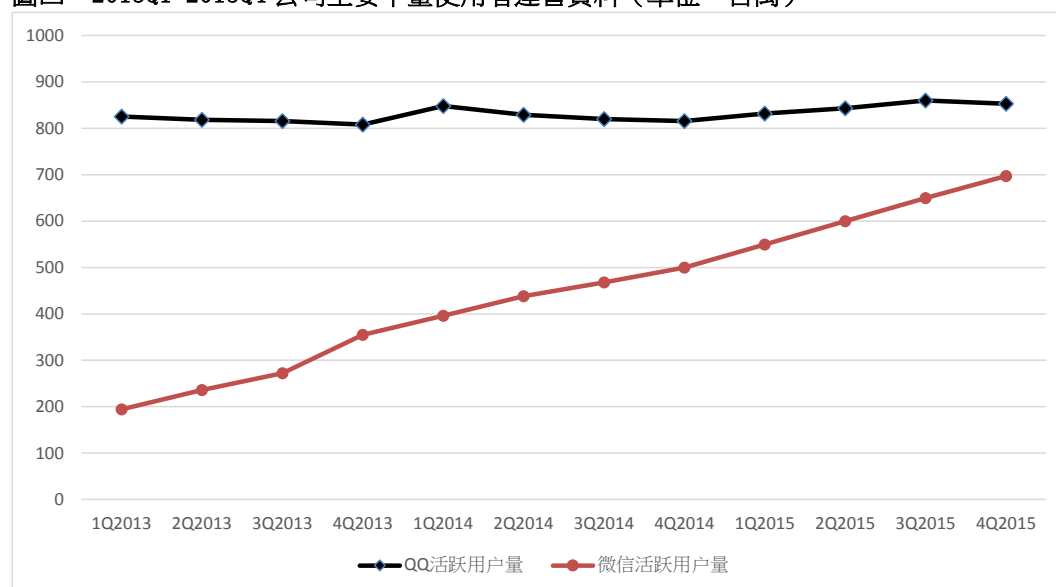
核心平臺

QQ 是公司於 1999 年 2 月開發的一款基於 Internet 的即時通信軟體，支援線上聊天、視頻通話、點對點中斷點續傳檔、共用檔、網路硬碟、自訂面板、QQ 郵箱等多種功能，並可與多種通訊終端相連。目前 QQ 已經覆蓋 Microsoft Windows、OS X、Android、iOS、Windows Phone 等多個主流平臺，在全國範圍內擁有 8.53 億月度平均活躍用戶（MAU），其中手機 QQ MAU 也達到 6.41 億。

QQ 空間（QZone）是公司於 2005 年開發出來的一個具有博客功能的用戶個性空間平臺。使用者可以在 QQ 空間上書寫日誌、上傳個人圖片、聽歌、寫心情，通過多種方式展現自我。除此以外，使用者可以根據個人偏好設定空間背景和掛件等，使得每個空間都具有用戶自我特色。截至 2015 年年底，QQ 空間 MAU 達 6.4 億，移動 MAU 5.73 億。

微信是公司於 2011 年 1 月 21 日推出的一款相容 S60v3、S60v5、S40、BlackBerry、Windows Phone、Android 以及 iOS 平臺的即時通訊軟體，其面對智能手機使用者，通過用戶端提供好友分享文字與圖片，也有貼圖，並支援分組聊天和語音、影片對講功能，廣播（一對多）訊息，相片/影片共用，位置共用，資訊交流聯繫，微信支付、理財通，遊戲等服務，並有共用串流媒體內容的 Feed 和基於位置的社交外掛模組“搖一搖”、“漂流瓶”。微信支援多種語言，以及手機資料網路。用戶可拍攝相片和增加裝飾藝術濾鏡，字幕，傳送到個人相片日誌，並行出給「朋友圈」，功能類似 Instagram。用戶可在聯絡人列表中選擇聯絡人，向/從基於雲服務的資料備份和取消復原保護使用者通訊錄資料。當前微信 MAU 達至 6.97 億，70%為國內年輕用戶，彙聚公眾帳號超千萬，企業帳號 65 萬，並在全國 16 個省 78 個城市上線公共服務，微信支付累計綁卡用戶超 2 億，接入線下商戶門店超過 20 萬家，在 2016 年春節除夕當日收發紅包 80.8 億個，是目前國內當之無愧的社交網路平臺龍頭。

圖四：2013Q1-2015Q4 公司主要平臺使用者運營資料（單位：百萬）

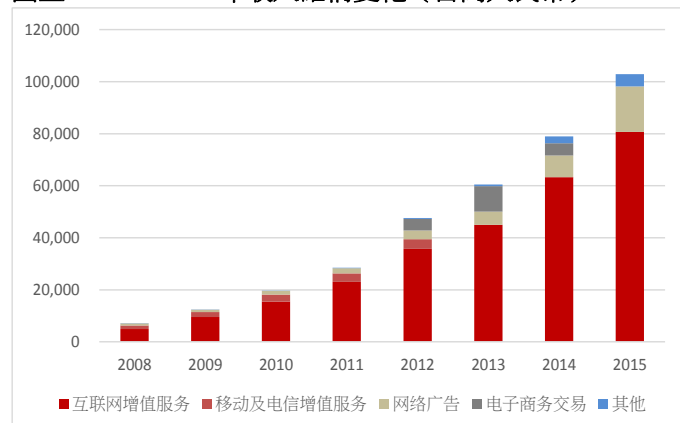


資料來源：公司資料，招銀國際研究

收入結構

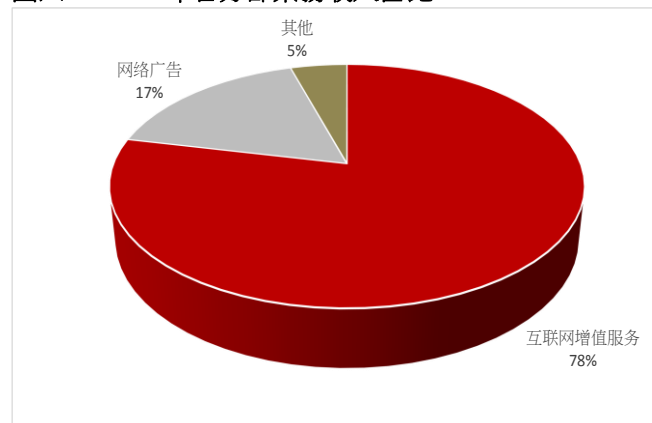
當前公司收入主要由互聯網增值服務、網路廣告及其他（包括移動支付及互聯網金融業務）構成，原有移動及電信增值服務和電商業務已分別於 2014 年及 2015 年剝離。

圖五：2008-2015 年收入結構變化（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

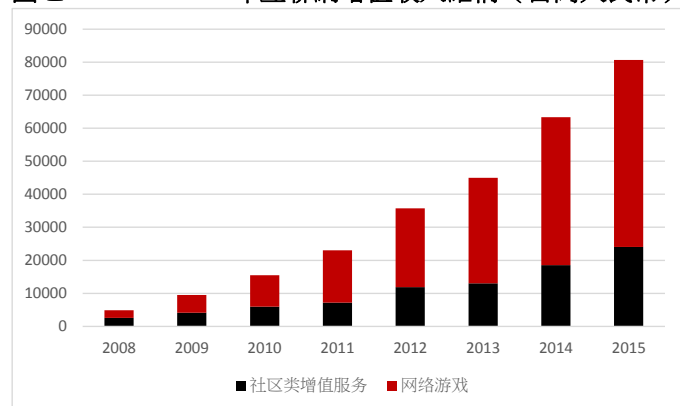
圖六：2015 年各分部業務收入占比



資料來源：公司資料，招銀國際研究

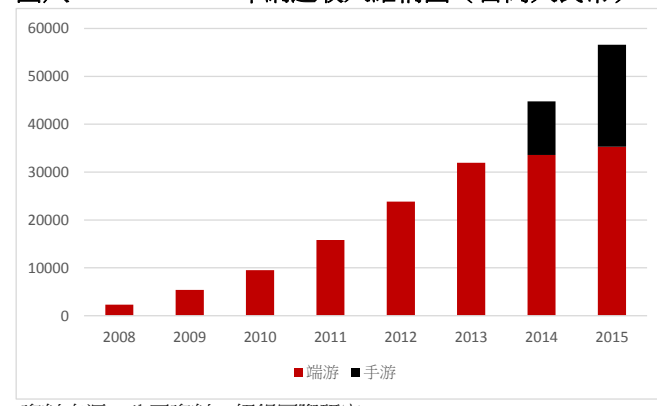
互聯網增值服務：包括社區類增值服務（使用者數位內容訂閱、QQ 會員購買服務及道具所產生的收入）及網路遊戲業務（包括 PC 端及手機遊戲收入）。2015 年全年，互聯網增值服務收入同比增長 27%至 806.7 億元，其中網遊業務收入同比增長 26%至 565.9 億元，社區增值服務收入同比增長 30%至 240.8 億。網游業務中端遊因行業發展趨緩同比增長僅 5.16%至 352.9 億元，而手遊業務則繼續保持高速成長，總體收入達 213 億，占公司網遊總體收入的 55%。

圖七：2008-2015 年互聯網增值收入結構（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

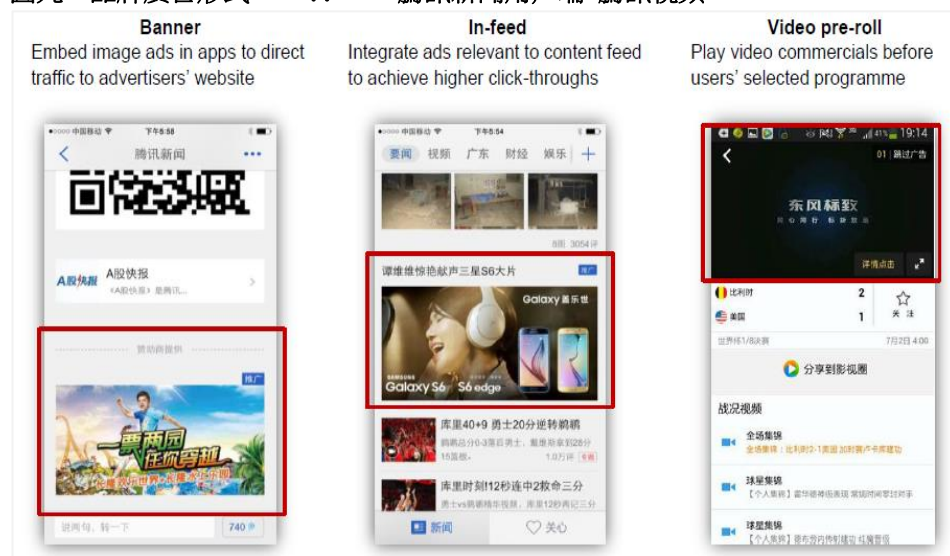
圖八：2008-2015 年網遊收入結構圖（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

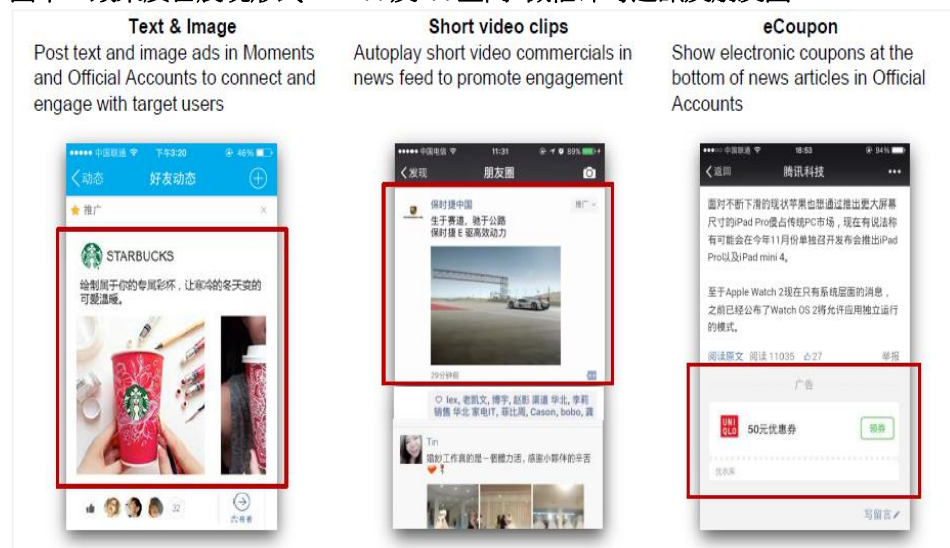
網路廣告：效果廣告，主要展現形式為 QQ 空間手機版面廣告、微信公眾號廣告及微信朋友圈廣告服務等，廣告形式可以細分 CPC（Cost Per Click）及 CPA（Cost Per Action）。品牌廣告，主要展現形式為騰訊視頻及騰訊新聞的流媒體廣告以及 QQ.COM 傳統橫幅廣告等，廣告形式分別為 CPD（Cost Per Day）及 CPM（Cost Per Mille）等兩種形式。2015 年公司網路廣告總體收入同比增長 110%至 174.7 億元，超過 65%來自於移動平臺。其中效果廣告收入增長 172%至 86.9 億，品牌廣告收入增長 72%至 87.8 億。

圖九：品牌廣告形式——QQ.COM+騰訊新聞用戶端+騰訊視頻



資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖十：效果廣告展現形式——QQ 及 QQ 空間+微信即時通訊及朋友圈

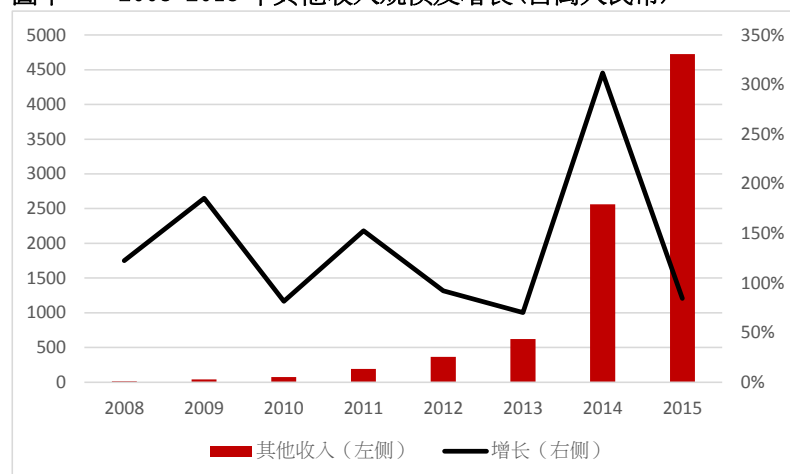


資料來源：公司資料，招銀國際研究

其他收入：主要來自於移動支付業務所產生的手續費，15 年全年其他收入規模為 47.3 億元，占公司總體收入 5%。

“京騰計畫”——由於缺乏電商基因及運營能力，公司於 2015 年一季度將原自有電商業務剝離，其收入合併至其他收入分列。隨著與合作夥伴京東(JD US)的關係日益密切，公司已經放棄原易迅及拍拍等電商業務，採用給京東導流的形式來面對行業巨頭阿裡巴巴的碾壓。京東和公司於 2015 年 10 月 17 日召開了發佈會，表示雙方將打造“互聯網+”時代的電子商務模式，共同推出名為“京騰計畫”的戰略合作專案。京騰計畫其中的一項主要產品是名為“品商”的創新模式生意平臺，專注於為品牌商家提供包含了“精準畫像”、“多維場景”和“品質體驗”等等的行銷解決方案。根據這一計畫，公司為京東網購開放了微信及手機 QQ 一級平臺，同時在多個用戶平臺上給予京東以流量支持。根據 2015 年第二季度京東的運營資料顯示，京東新增用戶超過 20%來自於微信及手機 QQ，來自於微信的訂單中約 70%來自于朋友圈引流。

圖十一：2008-2015 年其他收入規模及增長(百萬人民幣)



資料來源：公司資料，招銀國際研究

核心競爭力

核心競爭力 1：絕佳定位，得流量者得天下

公司以社交為核心定位，既是公司走向成功的關鍵，也是其最核心的競爭優勢。

即時通訊軟體是互聯網行業的基礎，整個互聯網世界的起源就是來自於使用者間的互通有無，網路通過連接彼此從而滿足用戶跨越時空的溝通需求。而在滿足通訊功能的條件下，使用者之間產生了“網路效應”，使用者需求開始細分——用戶間交流、用戶群體間的討論、用戶自我的實現以及使用者對於內容的獲取逐步構成了原始的社交需求。由於社交具有網路效應，因此使用者間交流的平臺特別容易出現巨大流量的壟斷平臺，從過去 20 年國內外科技與互聯網發展歷史來看，**誰滿足了用戶的社交需求，誰就有可能統治最大規模的用戶群體**。公司自誕生以來就一直以即時通訊軟體為基礎，以社交平臺為核心的發展定位。公司主席馬化騰對於互聯網的理解就是“促進資訊溝通，使得資訊交流和獲取的效率更高但成本更低。”正是定位於社交這一戰略，實際上為公司帶來真正的長期價值——當前兩個社交網路頂級平臺 QQ 及微信分別擁有超過 8 億及 7 億的使用者規模，為公司遊戲、廣告業務帶來源源不斷的客戶，也為未來的互聯網金融業務打下了基礎。

核心競爭力 2：堅守用戶體驗紅線，戰略執行到位

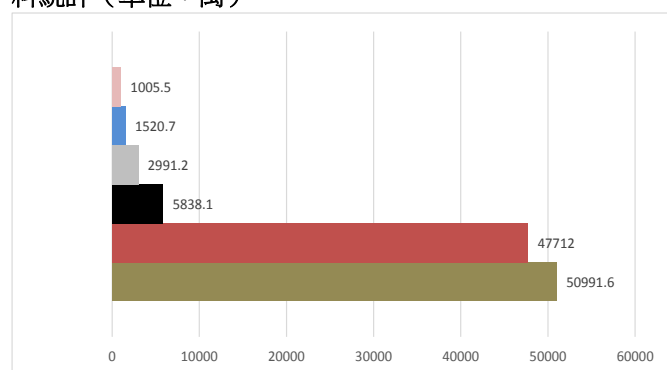
在中國互聯網發展史上並非只有騰訊一家定位於社交平臺的企業，在社交這一領域內的競爭可謂是腥風血雨。2000 年騰訊 OICQ 剛剛席捲全國之時，國際即時通訊軟體的領先者 ICQ 就已經進入中國，並用一紙律師函迫使剛剛打下知名度的 OICQ 改名 QQ。經過 5 年的競爭，當年的 ICQ 依然是一款簡單的即時通訊軟體，另一家業內巨頭 MSN 也在國內四處碰壁，並非原創的 QQ 同時線上用戶由最初的 10 萬增至 1000 萬，用 4 年時間達到 100 倍的成長創造這一中國奇跡的其中一個最主要基因就是在於公司一直所堅持的“以用戶體驗為中心”原則。當時的國際巨頭 ICQ 只在乎市場份額，卻遲遲不推出漢化版本，後來者 MSN 定位高端而沒有本土化思維，使用者密碼設置特別繁瑣體驗極其不佳，且介面缺乏個性化設計。相比之下，QQ 卻發現使用者在實現通訊的基礎功能以後，還有更多的個性化需求，針對用戶的體驗，更為本土化的 QQ 用戶端不斷改版更新，最終使得 QQ 成為了在中國被使用次數最多的通訊軟體，而 ICQ 和 MSN 則最終被迫退出市場並走向衰亡。時至今日，年輕的微信同樣堅守 QQ 當年對於用戶體驗為中心的基礎原則，因此無論是具有先發優勢的 MIUI，還是擁有阿裡巴巴做後盾的來往，最終都無法在用戶體驗上超越微信，而微信則以接近 7 億的 MAU 成為了名副其實的中國移動互聯網社交之王。

與互聯網同業相比，騰訊的定位和產品原則不僅正確，而且貫徹到位。百度作為國內最大的搜尋引擎服務提供者，擁有數個月活過億 APP 的互聯網巨頭，卻沒有切實保護用戶的利益；阿裡巴巴持有龐大的財務資源，統治著淘寶及天貓兩個最大的電商平臺，同樣無法杜絕假貨和刷單的氾濫；而到目前為止，微信和 QQ 依然保持著輕量化小清新的產品風格，無論是廣告、遊戲還是其他衍生服務都堅守保護使用者體驗的紅線。

核心競爭力 3：壟斷社交流量，佔據用戶時長

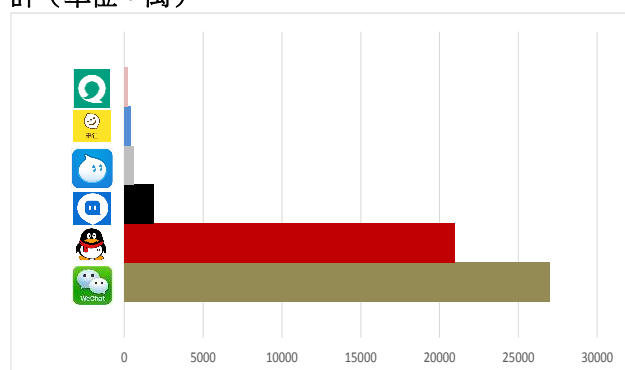
公司擁有當前國內最大規模的活躍用戶，是互聯網行業最寶貴的核心資產。根據艾瑞諮詢行業統計資料顯示，2015 年第三季度中國移動社交通訊行業格局基本穩定，微信和 QQ 穩占前二，遠遠超過排名第三及第四的陌陌及阿裡旺旺。而從日均平均活躍用戶量的維度來看，微信和 QQ 是移動互聯網中少數能擁有超過 2 億日均用戶覆蓋的社交平臺，這充分證明了公司在獲取用戶領域內的極大成功，而且用戶都在平臺上都保持了較高的活躍度。

圖十二：15 年 Q3 中國移動社交平臺月度平均覆蓋人口資料統計（單位：萬）



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

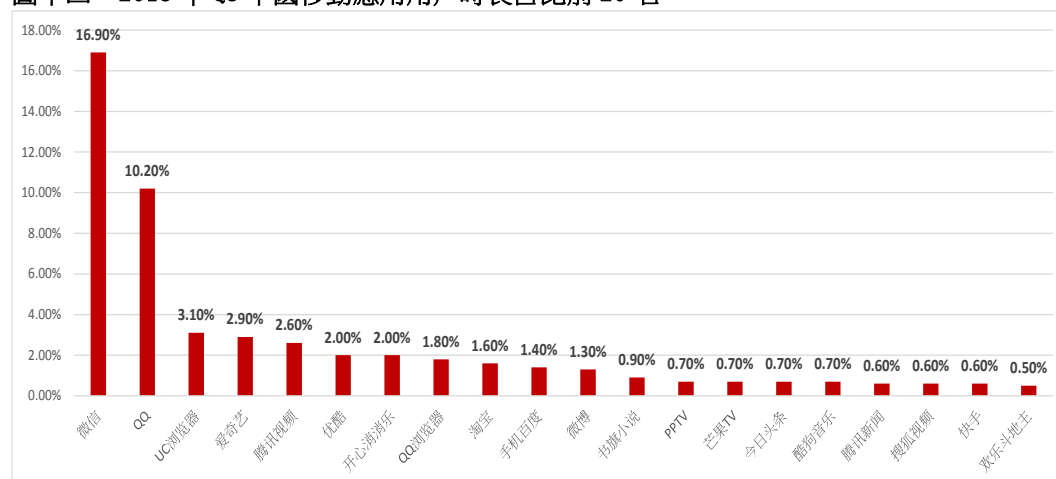
圖十三：15 年 Q3 中國移動社交平臺日均覆蓋人口資料統計（單位：萬）



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

微信和 QQ 基本上統治了中國互聯網社交領域，不僅獲得大量用戶，而且佔領了用戶最大時長，成為了最具有粘度的互聯網及移動互聯網應用。而從 15 年第三季度的移動應用用戶時長占比來看，前 20 名應用佔據移動用戶上網時間的 52%，其中公司旗下的微信和 QQ 分別佔領用戶 16.9% 級 10.2% 的平均時長比例，是粘性最為強大的兩個移動應用。除此以外，公司旗下的騰訊視頻、QQ 流覽器及騰訊新聞等用戶端應用也分別佔領相當的用戶時長。總體而言，騰訊系貢獻約 60% 的用戶時長，足見公司在用戶粘性上的強大。

圖十四：2015 年 Q3 中國移動應用用戶時長占比前 20 名



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

增長亮點

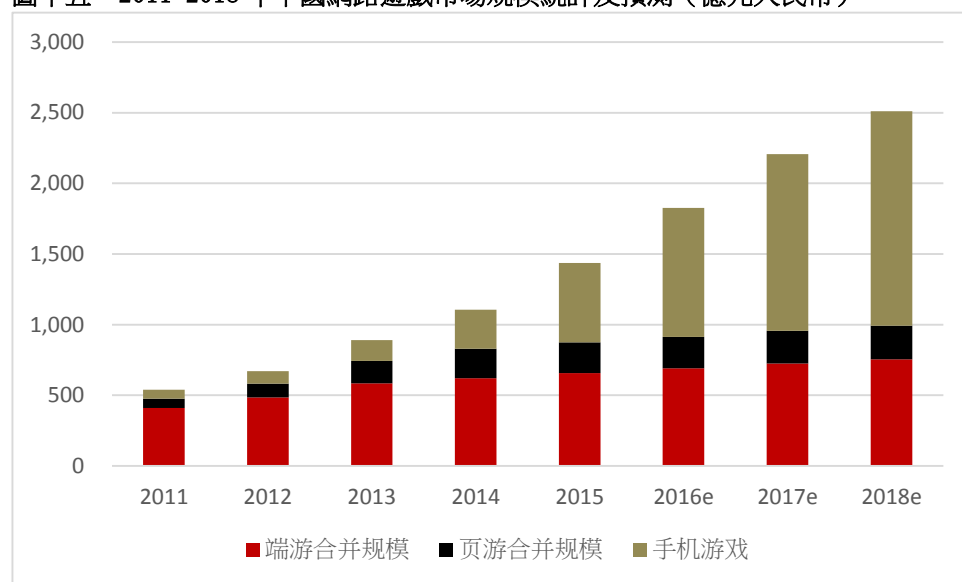
內生增長——手遊、廣告以及佈局中的互聯網金融

手遊及廣告業務為公司當前內生增長的主要方向，而互聯網金融則仍在佈局階段。經歷 PC 互聯網及移動互聯網的時代變革，公司長期保持非常良好的業務組合。PC 時代的社區增值服務曾經是公司的現金流業務，隨著 QQ 會員的增長端遊業務逐步取代社區增值服務成為現金流業務，而到了移動互聯網時代，微信和 QQ 平臺為手遊及廣告建立了良好用戶基礎。2014 年全年公司手遊逐步取代端游成為遊戲收入增長亮點，而互聯網廣告則隨著朋友圈和視頻流媒體廣告的推出大放異彩。

手遊將繼續維持行業統治地位：15 年公司遊戲收入達到 565.9 億元，同比去年增長 26.43%。其中手遊收入增長 53%至 213 億元，占比上升至遊戲收入的 37.6%，也成為遊戲業務增長的主要動力。依託于應用寶在應用分發市場保持的一席之地和社交產品的龐大使用者基數，公司在手遊管道上的強勢優勢地位依然難以撼動。

公司在 15 年進一步加強 IP 佈局，通過騰訊互娛覆蓋文學、音樂、影視、動漫等關鍵領域，力圖釋放全產業 IP 價值，如近期推出的改編自日本經典動漫的《火影忍者》，同時增加中重度手遊，如《王者榮耀》，包括挖掘端市場的經典 IP 產品將其手遊化，如《熱血傳奇 2》、《穿越火線 1》等。其原因主要在於：1）一些產品在 PC 時代運營多年，已經成為玩家心目中的經典，累積大量用戶，使得用戶獲取成本相對較低，投放市場後成效更快；2）中重度手遊雖然用戶花費時間不及休閒類，但是具備較高的 ARPU 值和較高的黏性，可以沉澱出更多資深玩家；3）中重度手遊對開發和運營具備更高的要求，形成技術壁壘。根據 GPC（中國音數協遊戲工委）排名，公司在下半年重拾上半年缺失的中重度手遊市場，依靠其產品重新佔據手遊收入前十名的多數位置。

圖十五：2011-2018 年中國網路遊戲市場規模統計及預測（億元人民幣）

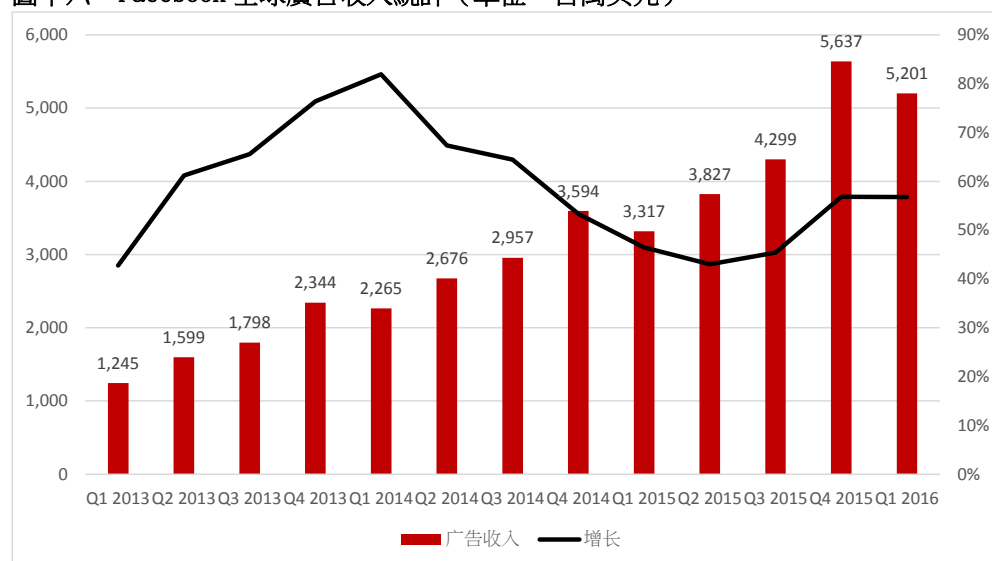


資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

精準投放的廣告形式將成為 16 年公司網路廣告業務帶來增長動力：15 年對於互聯網廣告行業而言有特殊意義，因為全球互聯網流量霸主 Facebook 廣告收入增長加速狂奔，歸因於 Facebook 於 14 年所推出的 NEWSFEED 精準投放廣告大獲成功，其風頭一度使得另一個互聯網廣告霸主 Google 黯然失色。Facebook 通過對使用者特徵的詳盡分析，為廣告主量身定制效果廣告並於 Facebook 頁面滾動投放，這些廣告通過精確的用戶偏好匹配，高度契合用

戶的需求及潛在需求，在用戶體驗和廣告價值上取得了很好的平衡，為 Facebook 帶來了巨大收益。

圖十六：Facebook 全球廣告收入統計（單位：百萬美元）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖十七：Facebook Newsfeed 廣告展示



資料來源：公司資料，招銀國際研究

針對這一互聯網廣告新趨勢，公司於 14 年年底也開始嘗試在朋友圈內為企業提供定制效果廣告，但堅守用戶體驗優先的騰訊依然在不斷地改良使用者偏好回歸模型，嘗試著學習國際模式進而打開移動廣告這一巨大的市場。

圖十八：微信朋友圈廣告展示



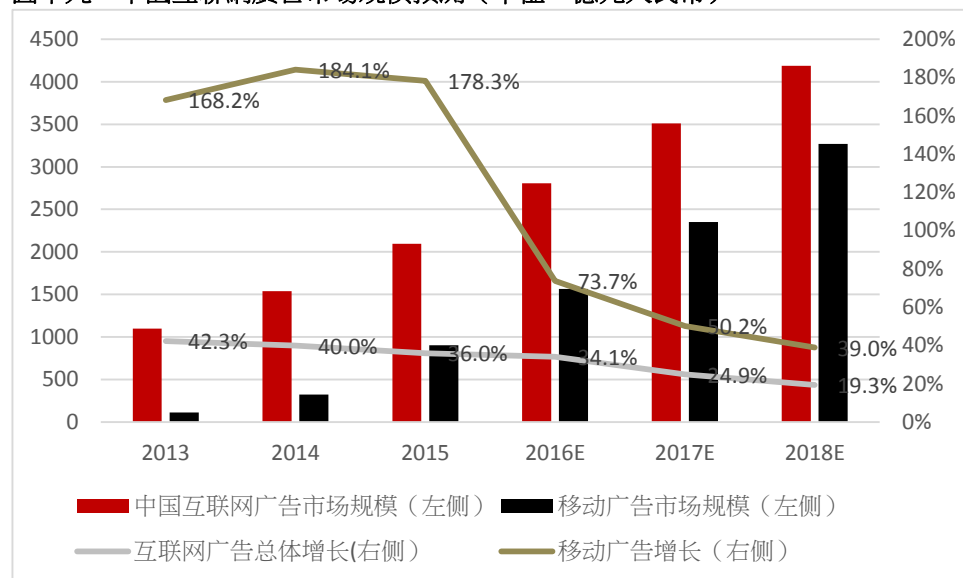
資料來源：公司資料，招銀國際研究

15 年公司廣告收入達到 174.7 億元，占整體收入比重上升至 17%。其中，來自於騰訊視頻、騰訊新聞等平臺的品牌展示類廣告收入增長 72%至 87.8 億元，而來自於 QQ 空間、微信公衆號和微信朋友圈的社交效果類廣告收入增長 172%至 86.9 億元。

公司在視頻、音樂等媒體平臺內容建設上進一步深化，通過買斷優質傳媒內容的網路播放版權，如《中國好聲音》，加強與 NBA、華納、HBO、華納、派拉蒙等海外優秀內容提供者的合作，不斷培育新的自製內容，使得依託於社交產品的海量流量能夠順利導入到這些平臺上，從而讓平臺保持變現能力；另一方面，P4P 類廣告收入的高速成長，展現出以 QQ 和微信為核心的社交產品強大的貨幣化能力。

截止到 2015 年第四季度，QQ 和微信的 MAU 已經達到 8.53 億和 6.97 億人，在用戶數增長即將接近天花板之際，我們認為，在短期內不可能出現替代性產品的前提下，如何確定廣告主需求和用戶體驗的平衡點，將成為公司一個重要的考量點。實際上，公司基於可以直接獲取的海量用戶習慣積累而成的大資料資源，使得一對一的廣告投放具備難以替代的精確性和有效性，而逐步開放的朋友圈廣告和微信公衆號廣告，從當前來看已經將產品本身的社交性和廣告的商業性較為成功的融合。公司宣佈將放低廣告主門檻，而即將推出企業微信與微信企業號，將進一步細化社交產品品類，豐富公司產品生態，使得產品具備更為強勁的貨幣化空間和潛力。

圖十九：中國互聯網廣告市場規模預測（單位：億元人民幣）



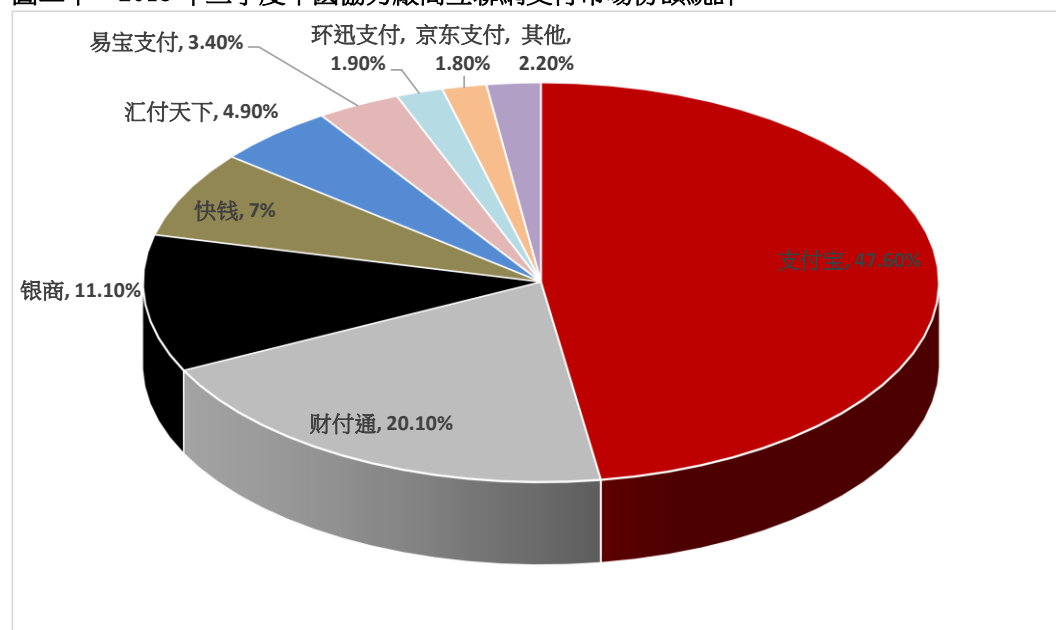
資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

下一個風口，**互聯網金融**：對於整體經濟而言，金融行業是其血液，消費則是催動金融血液流動的主要推動力。人們消費的過程形成了支付，而能讓這個過程變為方便而快捷則能夠吸引更多的消費者，從而形成用戶支付習慣。在支付寶和騰訊支付等協力廠商支付平臺成功過後，BAT 逐漸佈局金融產品刺激消費者放大消費杠杆，金融產品如餘額寶、微信紅包和京東白條隨之衍生。

在擁有互聯網基礎的優勢下，BAT 在互聯網金融的佈局已經逐漸成型，互聯網金融也已經逐漸侵蝕傳統金融業務，而未來將會成為消費者花錢和投資的首選入口。互聯網金融的發展雖然迅猛但也充滿坎坷，一方面面臨傳統系統的制約，另一方面也遇到了政策的阻礙，但在用戶體驗、成本效益以及影響力上，互聯網金融已經成為現今行業的發展趨勢。BAT 挾帶海量用戶侵蝕金融領域，小米、華為及樂視也通過用戶粘性發展自身金融業務，傳統銀行則紛紛借助互聯網技術以求挽回被掠奪的市場份額。

早在 2014 年，微信理財通公測，同年阿裡騰訊推出第一張網路虛擬信用卡，微信紅包誕生，京東白條引發行業關注。到了 2015 年騰訊及阿裡分別成立銀行（微眾及網商銀行），而同年中國央行正式允許八家機構開展個人征信，阿裡巴巴推出芝麻征信並公測，微信則推出了“微粒貸”並發放第一筆小微貸款。根據 CNNIC 行業監測資料顯示，2015 年上半年網上銀行使用者規模突破 3 億，而 14 年全年規模為 2.8 億，13 年為 2.5 億；網上支付使用者規模突破 3.6 億，14 年 3 億，13 年僅 2.6 億；網上炒股用戶 5628 萬，同比增長超過 40%。可以說，基於互聯網技術所產生的金融需求正處於爆發的前夜，而各方諸侯都在積極籌備以進入這個繼電商、遊戲、廣告及影視娛樂以後中國消費領域最大的市場。

圖二十：2015 年三季度中國協力廠商互聯網支付市場份額統計



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

當前，騰訊在金融領域內的佈局仍屬初期階段，以微信和 QQ 為入口，通過發派紅包、線上和線下支付、轉帳等功能，已培育起以微信錢包為核心的一系列應用場景。15 年年底，公司已擁有約超過 3 億綁定銀行卡的移動支付用戶，而 16 年春節期間通過微信支付收發的紅包數量超過 320 億，同比增長 9 倍。

在投資理財領域，公司擁有理財通及自選股平臺；網路借貸領域，公司成立微眾銀行，通過與傳統銀行的合作，主打小額貸款，主動授信超過 3000 萬人，累積發當貸款超過 200 億元。雖然公司線上金融領域的收入並不明顯，也未釋放出利潤，但是我們認為公司通過對其不斷拓展和優化，將進一步擴張其用戶基數，在完善整體生態圈的同時，也可以為整個互聯網金融在未來的發展做好鋪設。

圖二十一、騰訊于互聯網金融領域的佈局

	投資理財	網絡借貸	網絡銀行	互聯網保險	其它
業務線	綜合理財 • 理財通 (含：貨基、定期、保險、指數基金) 股票 • 自選股	信用貸款 • 微粒貸	• 微眾銀行		• Q 幣 • 微信紅包
	股票 • 富途證券 (美股)			財產險 • 眾安保險	
基礎設施	支付：微信支付/QQ 支付/理財通				
	徵信：微信徵信				
	技術：騰訊金融雲				

資料來源：企鵝智庫，招銀國際研究

圖二十二、國內互聯網金融各陣營佈局

	渠道		基础业务			网络借贷				股权类		保险	交易所
	理财 销售	基金	技术	支付	征信	P2P/P2B	消费金融	商户贷	银行	股票	股权众筹	保险	交易所
蚂蚁金服	√	√	√	√	√	投资	√	√	√	√	投+筹	投资	√
腾讯金融	√	√	√	√	√		√	√	√	√		投资	
京东金融	√	√		√	筹备		√	√		√	√		
小米		√		√	筹备	投资	√		筹备	投资			
乐视		筹备				投资		筹备					
华为			√										
百度金融	√	√		√	筹备		√						
新美大	√	筹备					筹备						
58赶集	√	√					√						
携程	√	√					√						
去哪儿	√						√						
滴滴出行		筹备											

資料來源：企鵝智庫，招銀國際研究

外延擴張：積極合理的外延式擴張，為流量變現打下堅實基礎

回顧 2015 年，中國互聯網服務的垂直細分市場經歷了從 BAT 跑馬圈地後進入流量爭奪戰的激烈拼殺，而最終剩下的垂直應用各自又被 BAT 牽手聯姻成為獨當一面的細分巨頭。掀起合併浪潮的首當其衝的是情人節當日公佈的滴滴快的合併，此次合併鑄造了目前國內最大

出行平臺。而兩個月後 58 同程和趕集網的合併，讓 58 同程穩定了分類資訊門戶行業的格局。OTA 龍頭攜程成為了藝龍和去哪兒的大股東，更加穩固了中國 OTA 龍頭位置。大眾點評與美團的合併也為團購市場的廝殺提供了一個中場休息的空間。回觀各個細分市場激戰中所剩下的生存者的聯姻，背後均是 BAT 的撮合。一方面是為了讓本身的投資得以保值，共同對抗外界的壓力，如 Uber 等海外企業入侵。但實質上中國市場經濟下滑，同時 M&A 市場遇到了瓶頸，各方垂直細分的流量已經脫離高速增長期，這意味著未來客戶留存的成本將會越來越高。服務成本的提升加上消費者對於服務和產品要求的提高，產品和服務的效率和品質將面臨著重大考驗。在這一輪戰鬥當中將會只有優質的大型企業得以繼續存活，而流量巨頭 BAT 們已經做好了穩定自己的流量格局的準備。

圖二十三：2015 年百度、阿裡巴巴及騰訊的投資佈局

	日期	項目	金額/方式	類型	簡介		日期	項目	金額/方式	類型	簡介
百度	2015年2月	医护网	投资	020	就诊服务网站	阿裡巴巴	2015年8月	snapdeal	2亿美元	电商	印度电商
	2015年4月	客如云	6600万美元	020	点餐平台		2015年8月	苏宁	283亿元人民币	电商	零售企业
	2015年6月	糯米	200亿元	020	团购		2015年2月	魅族科技	5.9亿美元	硬件	智能手机厂商
	2015年6月	百姓网	投资	020	分类信息网		2015年6月	Micromax	7亿美元	硬件	印度最大手机品牌
	2015年7月	e袋洗	1亿美元	020	上门洗衣服务		2015年3月	Snapchat	2亿美元	社交	阅后即焚照片分享应用
	2015年4月	51用车	领投	交通	拼车软件		2015年1月	零号线	领投	020	外卖平台
	2015年4月	天天用车	领投	交通	顺风车出行软件		2015年1月	饿了么	3.5亿美元	020	外卖平台
	2015年2月	神奇工厂	1亿美元	其他	智能终端公司		2015年6月	疯狂老师	2000万美元	020	中小学课外辅导平台
	2015年6月	popin	投资	其他	日本广告公司		2015年7月	赢了网	领投	020	法律服务平台
	2015年5月	Taboola	数百万美元	工具	美国内容推荐平台		2015年7月	同程旅游	参投	020	旅游平台
	2015年6月	华视互联	0.7亿元	工具	公交WiFi平台	騰訊	2015年10月	大众点评	10亿美元	020	生活信息
	2015年6月	16WiFi	1亿元	工具	公交WiFi运营商		2015年5月	知道创宇	6亿元	其他	安全公司
	2015年2月	沪江网	1亿美元	教育	在线教育平台		2015年6月	马斯葛	7.507亿港元	其他	综合公司
	2015年4月	Tonara	领投	教育	以色列音乐教育公司		2015年5月	欢网科技	5000万元人民币	工具	智能电视解决方案供应商
	2015年6月	星美控股	1.5亿港元	文化	传统院线公司		2015年7月	MagicWiFi	参投	工具	免费WiFi运营商
	2015年3月	优信拍	1.7亿美元	电商	二手车交易平台		2015年7月	Sensewhere	战略投资	工具	室内定位
	2015年9月	蜜芽	领投	电商	母婴电商		2015年1月	易题库	数千万元	文化	智能题库产品
	2015年10月	我买网	2亿美元	电商	食品电商		2015年4月	微影时代	1.05亿美元	文化	电影服务平台
	2015年9月	58到家	投资	020	互联网生活服务品牌		2015年	盛大文学	收购	文化	社区驱动型网络文学平台
	2015年9月	点我吧	3亿元	020	外卖服务		2015年2月	Miniclip SA	最大股东	游戏	瑞士游戏发行商
阿裡巴巴	2015年6月	粤科软件	8.3亿元	其他	软件工程		2015年4月	Glu Mobile	1.26亿美元	游戏	美国手游公司
	2015年9月	One97	5.75亿美元	其他	手机增值服务提供商		2015年5月	Pocket Games	6000万美元	游戏	美国手游公司
	2015年3月	光线传媒	24亿元人民币	文化传媒	传媒娱乐集团		2015年1月	易车网	1.5亿美元	电商	汽车信息网站
	2015年6月	第一财经	12亿元人民币	文化传媒	传媒公司		2015年7月	买卖宝	追投	电商	移动电商
	2015年6月	财新传媒	12亿美元	文化传媒	财经新闻及资讯服务		2015年8月	人人车	C轮	电商	二手车交易平台
	2015年10月	优酷土豆	约45亿美元	文化传媒	视频网站		2015年11月	每日优鲜	领投	电商	移动生鲜电商平台
	2015年10月	华人文化控股	投资	文化传媒	资本投资运营平台		2015年4月	Scanadu	0.35亿美元	硬件	硅谷体征数据监测设备
	2015年5月	圆通快递	投资	物流	快递企业		2015年8月	Kik	5000万美元	社交	加拿大移动消息应用
	2015年5月	全峰快递	数亿元	物流	物流快递服务		2015年11月	知乎	领投C轮	社交	网络问答社区
	2015年1月	Paytm	5.57亿美元	电商	印度最大移动支付平台		2015年	Same	投资	社交	另类社交软件
	2015年4月	魅力惠	逾1亿美元	电商	亚洲时尚奢侈品显示		2015年1月	易鑫资本	1.5亿美元	金融	金融互联网平台
	2015年5月	zulily	5600万美元	电商	美国母婴用品电商		2015年8月	富途证券	B轮	金融	互联网券商

資料來源：公司資料，招銀國際研究

如今，中國互聯網的流量資源已經瓜分完畢，作為中國互聯網流量的主要掌握者 BAT 面臨的問題仍然是如何將其流量充分的貨幣化。現在線上資源格局已定，接下來的將是分割線下資源的戰略佈局。BAT 過去的佈局都含有線下資源奪取的意願，除了收購和戰略投資 020 App 之外，與傳統企業合作也是方法之一。但無論是線上還是線下，貨幣化的途徑將是決定戰略佈局的成敗的主要原因。

相對於百度與阿裡巴巴，公司一向以“連接用戶需求”為投資並購導向，專注於互聯網垂直領域細分龍頭及優質內容，而且多以投資加流量輸出為主要方式。這種既積極又合理的佈局方式，一方面不會對上市公司業績造成重大壓力，不會輕易改變公司輕資產高盈利的基本商業形態，另一方面充分賦予被並購方資金、流量以及自由決策權，當所培育業務進入良性迴圈，其佈局所支付的代價將會以流量變現的形式最終回歸公司本身。因此，公司這種積極合理的佈局策略，有利於其流量變現，同時也將為其未來增長打好基礎。

圖二十四：騰訊的投資並購策略——專注細分行業龍頭及優質內容



資料來源：公司資料，招銀國際研究

財務分析

收入及盈利預測：

收入規模預測：2015 年公司收入首次突破千億大關至 1,029 億元，我們通過測算，預計 2016、2017 及 2018 年公司收入將分別達到 1,336 億、1,704 億及 2,110 億元，年均複合增速為 27%。

互聯網增值服務：2015 年公司互聯網增值服務收入 806.7 億元人民幣，占總收入 71.8%。其中社區類增值服務收入同比增長 29.8%達 240.8 億元，占互聯網增值服務收入比例達 23.4%。由於該分部業務收入來源為 QQ 及 QQ 空間的道具、服裝及會員增值服務，本身的增長因 QQ 用戶增量已達頂峰而趨於穩定，因此我們預計於 2016、2017 及 2018 年收入將分別達到 289 億、332 億及 366 億元，年均複合增速為 15%。而網路遊戲作為公司主要收入來源，主要由 PC 端遊戲及手遊兩個業務分部構成。根據艾瑞諮詢預測，2018 年手遊市場規模將達到 1,519 億人民幣，2016-2018 年三年年均複合增速將達 40%。基於騰訊在手遊領域內的平臺優勢，我們認為公司手遊業務將大概率於 2016 年取得良好增長，因此預計其手遊收入將於 2016、2017 及 2018 年分別達到 309 億、417 億及 542 億元，佔有國內手遊市場 30%以上的份額。端遊市場增速已趨飽和，保守預計公司未來三年於該領域繼續保有現有市場份額，但因公司端遊收入規模較大，預計增速將低於行業。

圖二十五：互聯網增值服務收入預測（百萬人民幣）

		2014	2015	2016E	2017E	2018E
互联网增值服务		63,310	80,669	95,953	111,820	128,390
	增长	41%	27%	19%	17%	15%
社区类增值服务		18,554	24,082	28,898	33,233	36,556
	增长	43%	30%	20%	15%	10%
网络游戏		44,756	56,587	67,054	78,587	91,834
端游		33,556	35,287	36,169	36,893	37,630
	增长	5%	5%	3%	2%	2%
	市场份额	54%	54%	52%	51%	50%
手游		11,200	21,300	30,885	41,695	54,203
	增速		72%	45%	35%	30%
	市场份额	41%	38%	34%	33%	36%

資料來源：公司資料，招銀國際研究

網路廣告：根據艾瑞諮詢預測，2016-2018 年中國互聯網廣告市場規模將分別達到 2,808 億、3,508 億及 4,187 億，年均複合增速達 26%，其中移動端廣告占比更將提高至 78%，反映移動互聯網正統治用戶線上時間，移動端廣告的價值正在飛速增長。2015 年公司網路廣告業務表現優異，收入規模同比增長 110.3%至 174.7 億元人民幣，其中移動廣告占比達 65%。如上文所述，公司壟斷社交流量，而廣告作為互聯網的傳統貨幣化模式也是維持業績增長的首選，隨著新的廣告表現形式在各平臺上的快速普及，公司的廣告收入也有望繼續保持高速增長。我們預計，2016 年公司整體廣告收入將有望增長 75%至 305.7 億，其中移動端廣告占比將進一步提高至 70%，占國內移動廣告市場份額的 10.9%。

圖二十六：網路廣告收入預測（百萬人民幣）

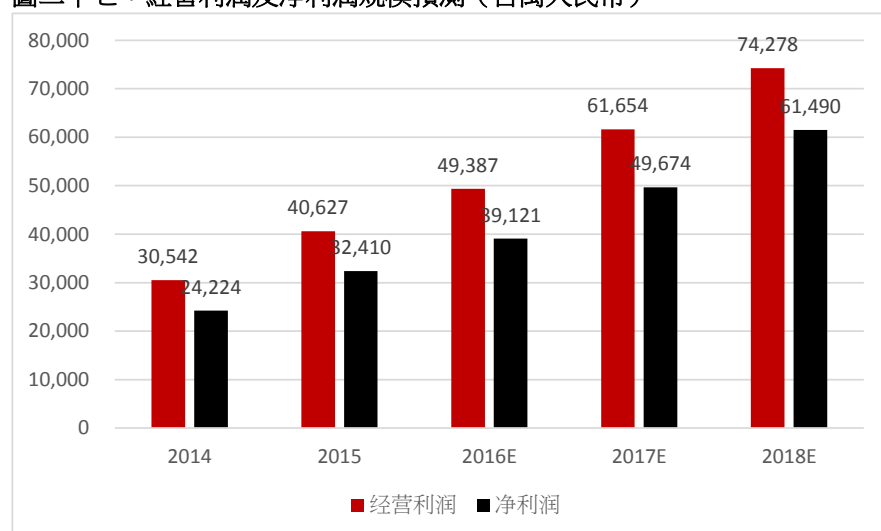
		2014	2015	2016E	2017E	2018E
网络广告		8,308	17,468	30,569	45,854	59,610
	增长	65%	110%	75%	50%	30%
移动广告			11,354	21,398	32,097	47,688
	增长			88%	50%	49%
	占比		65%	70%	70%	80%
腾讯移动广告占移动广告市场总体份额		0%	13%	14%	14%	15%

資料來源：公司資料，招銀國際研究

其他收入（協力廠商支付收入）：主要收入來源為協力廠商互聯網支付所產生的手續費，2015 年規模同比增長 84.5%至 47.3 億元，占總收入的 4.6%。協力廠商互聯網支付（包括移動支付）是公司佈局互聯網金融的第一步。2015 年由於用戶提現金額過於龐大使得公司不得不採用限額提現的方法以降低運營費用。我們認為，微信支付的成長才剛剛開始，該項業務將會隨著越來越多的使用者使用及服務導入而進入快速成長期，預計其收入將有望維持 70%的年均複合增速，於 2018 年規模超 200 億元，成為繼手遊及互聯網廣告以後下一個帶領公司業績起飛的風口。

經營利潤及淨利潤預測：公司一直以來保持 38%以上的經營利潤率水準，未來隨著收入規模增長但內容投入及費用增加，我們預計公司經營利潤率雖有下跌，但仍將繼續維持約 36%，而 2016 年公司經營利潤規模將達至 493.9 億元，同比增長 21.6%。不考慮非現金支出因素，我們預測 2016、2017 及 2018 年公司淨利潤分別為 391 億、497 億及 615 億元，年均複合增速達 23.8%。

圖二十七：經營利潤及淨利潤規模預測（百萬人民幣）



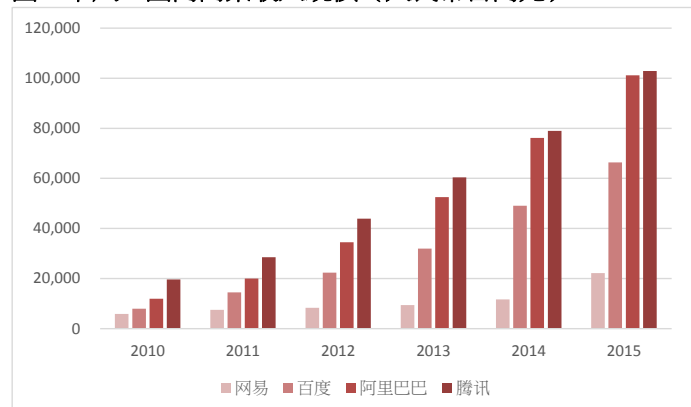
資料來源：公司資料，招銀國際研究

運營及財務分析：

收入及利潤增長趨勢對比分析

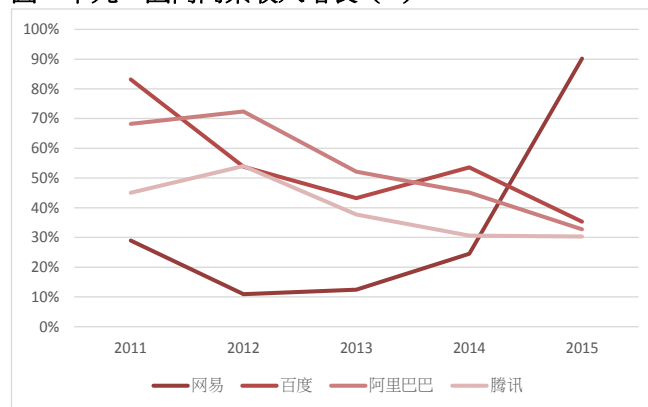
為了更好地分析公司財務運營情況，我們挑選國內互聯網流量巨頭百度、阿裡巴巴及網易作為與公司對比分析的參照標的。電商領域中京東、唯品會及聚美優品等因涉及庫存和物流，其經營利潤結構與純流量業務有所不同，所以難以作為對比分析的參照物，而阿裡巴巴雖然也從事電商業務，但其收入本質上來自於廣告及銷售扣點，在商業模式上與公司更為接近。從 2010 至 2015 年，我們可以發現國內互聯網同業都經歷了收入的增長高峰，其中在智慧手機大規模爆發的 2012 年，中國互聯網企業享受了流量人口紅利所帶來的巨大推動，騰訊、阿裡巴巴及百度當年業績增速分別達到了 54%、72.4%及 53.8%。隨後由於互聯網人口紅利開始逐步消失。2015 年三大巨頭收入增長趨緩，其中騰訊收入增長只有 30.3%，是近五年來的最低點，可是從規模來看，騰訊也是 BAT 三巨頭中第一個在收入上超越千億的互聯網公司。在遊戲領域，網易是騰訊的主要競爭對手。在 2015 年網易通過推出一系列出色的手游，成功在各大遊戲榜單上搶佔了公司的霸主，同年收入增長 90.2%至 221.2 億元。與網易相比，公司收入規模較大，且在 15 年的遊戲領域上缺乏對中重度遊戲的佈局。但騰訊在遊戲分發及 IP 運營上實力超然，16 年也將推出數款獨代或自研手遊巨作，相信騰訊應能奪取手游市場的冠軍重拾遊戲業務增速。

圖二十八：國內同業收入規模（人民幣百萬元）



資料來源：彭博，招銀國際研究

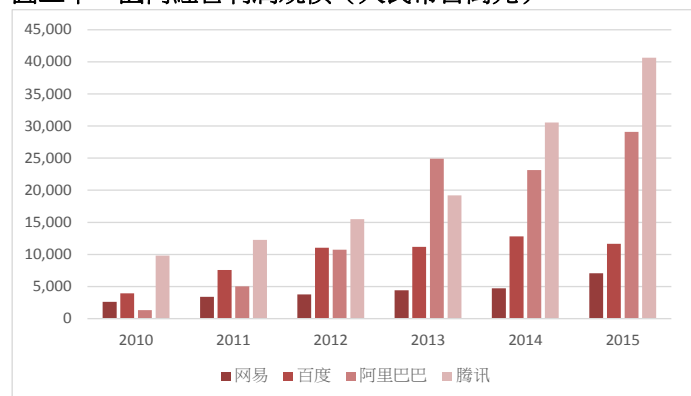
圖二十九：國內同業收入增長（%）



資料來源：彭博，招銀國際研究

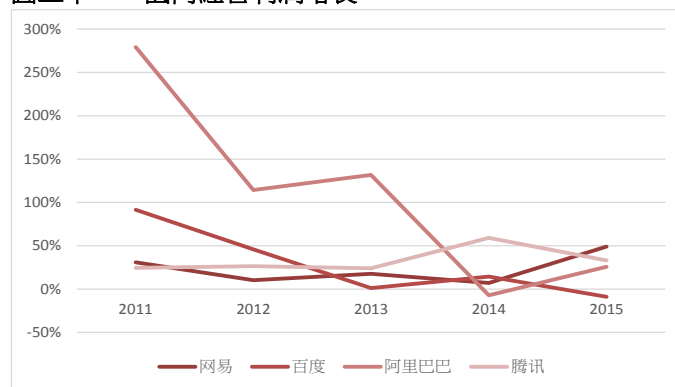
從經營利潤的角度來看，BAT 及網易的經營利潤率都不約而同地呈現下降或平緩的趨勢，但就最近的財務年度表現而言，騰訊運營利潤規模仍為最大，且增速也較百度及阿裡巴巴要好（2015 年騰訊運營利潤規模達 406.3 億元，同比增長 33%）。

圖三十：國內經營利潤規模（人民幣百萬元）



資料來源：彭博，招銀國際研究

圖三十一：國內經營利潤增長

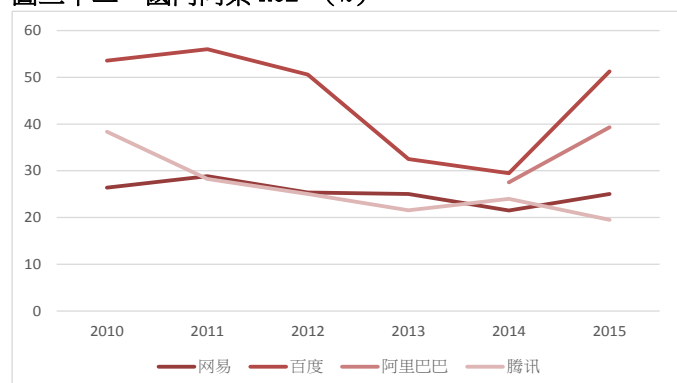


資料來源：彭博，招銀國際研究

盈利能力對比分析

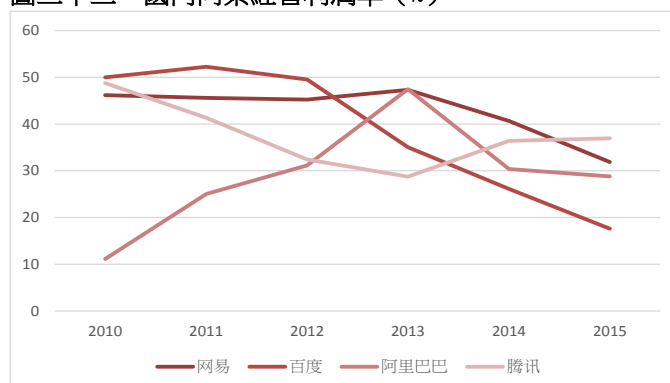
從 ROE 來看，公司的盈利能力較同業穩定但 2015 年降至 28.8%，較去年同期下降 5.7 個百分點，屬 BAT 中最低（同期百度及阿裡巴巴的 ROE 分別達 51.3%及 39.3%）。經營利潤率方面，公司以 37%的利潤率超越百度、網易及阿裡巴巴，從歷史上來看，除了 2012-2013 年大規模投入移動互聯網研發及推廣導致利潤降低至 30%以下，公司一直維持接近 40%以上的經營利潤水準，其表現僅次於專注於遊戲領域的網易。

圖三十二：國內同業 ROE（%）



資料來源：彭博，招銀國際研究

圖三十三：國內同業經營利潤率（%）

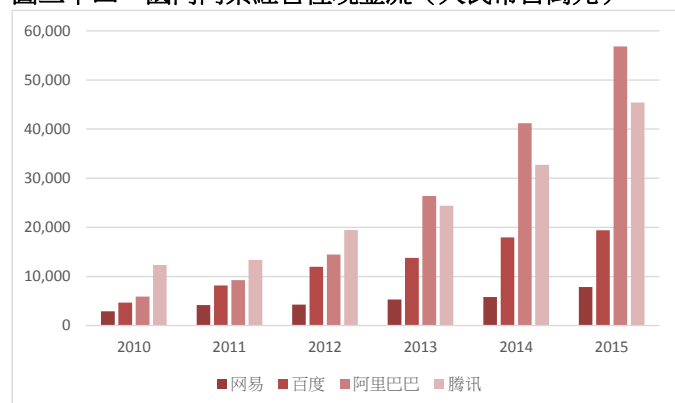


資料來源：彭博，招銀國際研究

現金流對比分析

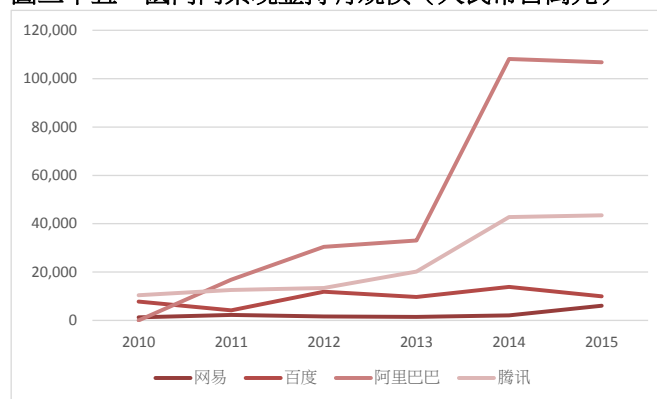
互聯網行業的商業模式以“輕資產高增長”為基本特徵，但要維持高速增長，就必須以超前的眼光對行業進行佈局，更多時候需要對新興業務及技術進行大規模的投資。隨著流量人口紅利的消亡，互聯網的競爭從純粹的流量市場轉向了各個細分領域，包括 O2O、打車、旅遊等，由於同質化程度有所提升，對於市場份額的爭奪逐步出現了資本密集型的特徵，導致互聯網公司對於現金需求高度敏感，可以說現金對於當今的互聯網公司而言就如同“戰爭中的軍火戰備”。根據財務資料顯示，公司於 2015 年期末持有現金及現金等價物總值 434 億元人民幣，百度同期持有約 100 億現金，而競爭對手阿裡巴巴則通過上市獲得巨量融資，同期持有現金及等價物 1,068 億元，超過了公司與百度持有現金的總和。從經營性現金流的角度來看，同業公司基本呈現現金流正流入趨勢，而公司於 2015 年財務年度獲得了 454 億元的正流入，遠超百度及網易，但略低於阿裡巴巴。

圖三十四：國內同業經營性現金流（人民幣百萬元）



資料來源：彭博，招銀國際研究

圖三十五：國內同業現金持有規模（人民幣百萬元）



資料來源：彭博，招銀國際研究

估值：

根據 DCF 估值法，我們求得公司估值結果為 192 港元，相當於公司 2016、2017 及 2018 年調整後每股盈利的 39、31 及 25 倍。

圖三十六：DCF 估值法結果

折現年限	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假設	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
自由現金流增長率	25%	12%	16%	20%	20%	10%	10%	10%	10%	10%	1.0%
CAPEX	(10,000,000)	(7,000,000)	(7,000,000)								
現金流量預測	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
營運現金流	56,996,887	63,682,563	73,557,948								
資本開支（固定資產及投資）	(10,000,000)	(7,000,000)	(7,000,000)								
自由現金流量	46,996,887	56,682,563	65,472,443	78,566,932	94,280,318	103,708,350	114,079,185	125,487,104	138,035,814	151,839,396	139,416,172
折合至2026年的現金流量	46,996,887	51,717,667	54,505,138	59,677,158	65,339,954	65,578,421	65,817,758	66,057,969	66,299,057	66,541,024	710,427,422
永續期折現值											1,637,329,467
基本參數：											
WACC	9.6%										
長期增長率	1.0%										
股份數量	9,430,000										
公司價值計算											
現金流折現	1,318,958,455										
減：淨金融負債	(208,184,386)										
減：少數股東權益	2,475,147										
股本價值	1,524,667,694										
股本數量（預期）	9,430,000										
DCF法之每股價值（人民幣）	162										
DCF法之每股價值（港元）	192										

資料來源：公司資料，招銀國際研究

同業中國及海外社交平臺企業 16 及 17 年預估市盈率分別為 44.3 及 35.3，預估市淨率為 3.7，PEG 均值為 3.9；而中概股中具社交平臺性質的同業公司包括阿裡巴巴、百度及網易等則估值水準偏低，預估市盈率及市淨率均值分別為 31.7 及 2.9，PEG 均值為 1，其中阿裡巴巴及百度兩者 16 年預估市盈率分別為 24.3 及 23.5，PEG 分別為 1 和 0.9。香港互聯網同業公司相對於中概整體市值偏小且流動性偏差，16 及 17 年平均預估市盈率僅為 17.2 及 26.1 倍，若剔除網龍（777 HK）的高估值影響，則 17 年市盈率均值僅為 14.3 倍。

圖三十七：同業估值對比

海外社交企業	公司代碼	股價	交易貨幣	市值（億美元）	市盈率FY15	市盈率16E	市盈率17E	歷史市淨率	預估市淨率	PEG
谷歌	GOOG US Equity	723.2	USD	5,017	NA	20.7	18.4	NA	3.9	1.3
Facebook	FB US Equity	120.5	USD	3,450	74.4	31.8	26.3	7.3	7.1	1.1
Kakao	035720 KS Equity	105700.0	KRW	61	83.0	52.9	32.1	2.5	2.5	1.8
雅虎	YHOO US Equity	37.4	USD	354	453.0	71.9	64.6	1.2	1.2	11.4
均值					203.5	44.3	35.3	3.7	3.7	3.9
中概同業	公司代碼	股價	交易貨幣	市值（億美元）	市盈率FY15	市盈率16E	市盈率17E	歷史市淨率	預估市淨率	PEG
阿裡巴巴	BABA US Equity	79.7	USD	1,974	56.3	24.3	19.3	5.9	5.1	1.0
百度	BIDU US Equity	166.2	USD	576	12.5	23.5	18.7	4.6	3.9	0.9
網易	NTES US Equity	143.4	USD	189	18.5	14.0	12.4	4.2	3.5	0.7
奇虎	QIHU US Equity	70.9	USD	92	NA	NA	15.3	NA	NA	NA
微博	WB US Equity	23.2	USD	49	122.3	44.0	27.5	7.7	NA	1.1
新浪	SINA US Equity	49.5	USD	35	199.0	52.5	34.6	1.3	1.2	1.3
搜狐	SOHU US Equity	41.9	USD	16	1828.7	NA	NA	1.3	0.9	NA
均值					372.9	31.7	21.3	4.2	2.9	1.0
港股同業	公司代碼	股價	交易貨幣	市值（億美元）	市盈率FY15	市盈率16E	市盈率17E	歷史市淨率	預估市淨率	PEG
金山軟件	3888 HK Equity	17.4	HKD	29	50.3	15.6	11.4	2.4	NA	NA
網龍控股	777 HK Equity	24.7	HKD	16	NA	NA	120.5	2.4	2.4	NA
云游控股	484 HK Equity	11.2	HKD	2	NA	23.8	10.0	0.9	0.8	NA
博雅互動	434 HK Equity	2.9	HKD	3	4.7	7.8	7.2	1.2	0.9	NA
天鵝互動	1980 HK Equity	6.4	HKD	11	43.8	27.0	33.4	3.0	2.7	NA
飛魚科技	1022 HK Equity	2.0	HKD	4	42.0	11.4	8.6	2.4	2.1	NA
IGG	799 HK Equity	3.4	HKD	6	10.2	NA	11.1	3.3	NA	NA
金蝶科技	268 HK Equity	2.5	HKD	9	53.1	19.4	20.6	1.9	NA	0.6
中軟國際	354 HK Equity	2.8	HKD	8	16.6	15.4	12.5	1.5	1.4	NA
均值					31.5	17.2	26.1	2.1	1.7	0.6

資料來源：彭博，招銀國際研究

2016 年 5 月 17 日

我們的絕對估值法所得目標價估值較美股同業低，但較中概及港股同業平均估值高。對比國內最大的兩個競爭對手阿裡巴巴及百度，儘管公司估值相對要高，但公司擁有得天獨厚的社交流量資產，對流量的貨幣化程度遠不及阿裡及百度。我們認為只要流量繼續存在，且沒有新的平臺能夠取代微信及 QQ 的流量壟斷地位，則公司就將有不斷地在貨幣化手段上進行探索及試錯的空間。因此，我們對公司最終實現多元化的業績增長具有信心，按照絕對估值法，給予公司目標價為 192 港元，首次評級為買入。

風險：

- 1、若下一代網路通訊模式迅速替代現有技術，公司無法適應行業變化，則微信及 QQ 用戶將大規模流失，最終導致公司喪失流量壟斷地位及業務增長動力。
- 2、VR 及 AR 等新興互動技術的出現，將可能導致現有的社交模式發生重大改變，若公司未能及時適應這一變化，這將喪失用戶及流量，失去長期增長動力。
- 3、公司迫於商業化壓力，放棄使用者體驗優先的產品原則，過度貨幣化（如大量投放網路廣告）導致使用者流失，最終將導致公司喪失核心競爭力，破壞公司長期投資價值。
- 4、若中重度遊戲推廣無法重拾手遊領域龍頭地位，則公司收入及盈利增長在短期內將受到拖累。
- 5、移動支付及互聯網金融的白熱化競爭可能導致公司資金的嚴重消耗，從而影響公司盈利能力和自由現金流。
- 6、國內互聯網一直以來受到政府保護，全球社交龍頭 Facebook 及搜尋引擎霸主谷歌等因監管原因至今未能進入中國市場，若這一保護政策發生改變，則公司將可能需要面對強大競爭對手的挑戰。
- 7、政府對於社會輿論愈加嚴格的監管，可能使得公司現運營的微信及 QQ 流量平臺用戶粘度下降，從而導致用戶流失，損害公司業績長期增長的基礎。

利潤表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	78,932	102,863	133,611	170,434	210,968
互联网增值服务	63,310	80,669	95,953	111,820	128,390
网络广告	8,308	17,468	30,569	45,854	59,610
电子商务交易	4,753	-	-	-	-
其他	2,561	4,726	7,089	12,760	22,968
销售成本	(30,873)	(41,631)	(56,373)	(72,651)	(91,503)
毛利	48,059	61,232	77,237	97,783	119,465
销售费用	(7,797)	(7,993)	(10,689)	(13,635)	(16,877)
行政费用	(14,155)	(16,825)	(21,378)	(27,269)	(33,755)
利息收入	1,676	2,327	2,792	3,351	4,021
其他收益	2,759	1,886	1,424	1,424	1,424
经营利润	30,542	40,627	49,387	61,654	74,278
融资成本	(1,182)	(1,618)	(1,143)	(1,143)	(1,143)
联营公司	(347)	(2,793)	(35)	(35)	(35)
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	29,013	36,216	48,209	60,476	73,100
所得税	(5,125)	(7,108)	(8,678)	(10,281)	(10,965)
非控制股东权益	78	302	410	521	645
净利润	23,810	28,806	39,121	49,674	61,490
调整后净利润	24,224	32,410	39,121	49,674	61,490

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	95,845	151,440	172,302	193,511	218,599
物业、厂房及设备	7,918	9,973	11,539	11,704	11,951
联营公司	54,135	66,945	80,225	96,161	115,285
投资物业	268	292	292	292	292
无形资产	9,304	13,439	13,892	13,297	12,822
其他	24,220	60,791	66,354	72,058	78,249
流动资产	75,321	155,378	188,697	230,066	277,940
现金及现金等价物	42,713	43,438	71,161	105,835	146,336
受限制现金	9,174	54,731	54,731	54,731	54,731
初步为期超过三个月的定期存款	10,798	37,331	37,331	37,331	37,331
应收贸易款项	12,392	18,458	23,975	30,583	37,857
存货	244	222	301	387	488
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	1,198	1,198	1,198	1,198
流动负债	50,035	124,406	143,193	159,929	176,143
借债	3,215	11,429	11,429	11,429	11,429
应付贸易账款	27,806	85,899	104,685.56	121,422	137,636
应付税项	1,027	2,070	2,070	2,070	2,070
关连款项	-	-	-	-	-
其他	17,987	25,008	25,008	25,008	25,008
非流动负债	39,007	60,312	60,312	60,312	60,312
借债	5,507	12,922	12,922	12,922	12,922
递延税项	2,942	3,668	3,668	3,668	3,668
其他	30,558	43,722	43,722	43,722	43,722
净资产总值	82,124	122,100	157,494	203,337	260,084
股东权益	80,013	120,035	155,019	200,341	256,444
少数股东权益	2,111	2,065	2,475	2,996	3,641

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
年度利润	23,888	29,108	39,532	50,195	62,135
折旧和摊销	4,818	6,674	7,067	6,797	6,603
营运资金变动	3,583	7,588	10,398	6,691	4,820
税务开支	5,125	7,108	8,678	10,281	10,965
其他	(4,703)	(5,047)	(8,678)	(10,281)	(10,965)
经营活动所得现金净额	32,711	45,431	56,997	63,683	73,558
购置固定资产、无形资产及土地	(6,639)	(13,105)	(10,000)	(7,000)	(7,000)
联营公司	(35,771)	(15,399)	(13,280)	(15,936)	(19,123)
其他	14,022	(35,101)	(1,825)	(1,719)	(1,546)
投资活动所得现金净额	(28,388)	(63,605)	(25,105)	(24,656)	(27,670)
股份发行	299	169	-	-	-
净银行借贷	2,777	13,029	-	-	-
股息	(1,761)	(2,640)	(4,138)	(4,352)	(5,388)
其他	17,035	7,970	-	-	-
融资活动所得现金净额	18,350	18,528	(4,138)	(4,352)	(5,388)
现金增加净额	22,673	354	27,754	34,675	40,500
年初现金及现金等价物	20,228	42,713	43,438	71,161	105,835
汇兑	(188)	371	(31)	-	-
年末现金及现金等价物	42,713	43,438	71,161	105,835	146,336
受限制现金	9,174	54,731	54,731	54,731	54,731
资产负债表的现金	51,887	98,169	125,892	160,566	201,067

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
互联网增值服务	80.2	78.4	71.8	65.6	60.9
网络广告	10.5	17.0	22.9	26.9	28.3
电子商务交易	6.0	-	-	-	-
其他	3.2	4.6	5.3	7.5	10.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	30.6	30.3	29.9	27.6	23.8
毛利	47.2	27.4	26.1	26.6	22.2
经营利润	59.1	33.0	21.6	24.8	20.5
淨利潤	53.6	21.0	35.8	27.0	23.8
盈利能力比率 (%)					
毛利率	60.9	59.5	57.8	57.4	56.6
稅前利率	36.8	35.2	36.1	35.5	34.6
淨利潤率	30.2	28.0	29.3	29.1	29.1
调整后淨利潤率	30.7	31.5	29.3	29.1	29.1
有效稅率	17.7	19.6	18.0	17.0	15.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.2	1.3	1.4	1.6
平均應收賬款周轉天數	47.9	54.7	58.0	58.4	59.2
平均應付帳款周轉天數	264.4	498.5	498.5	498.5	498.5
平均存貨周轉天數	9.6	2.0	1.7	1.7	1.7
淨負債/ 總權益比率 (%)	32.1	40.3	25.6	11.0	净现金
回報率 (%)					
資本回報率	29.1	23.8	25.1	24.7	23.9
資產回報率	14.0	9.5	11.0	11.9	12.5
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	2.6	3.1	4.2	5.3	6.6
每股股息 (人民幣)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
每股賬面值 (人民幣)	8.9	13.1	16.9	21.9	28.0

來源: 公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。