

腾讯控股

连点成线，基于社交的商业帝国

观点聚焦

投资建议

长期推荐腾讯，目标价 540 港币。

理由

作为国内互联网行业龙头，腾讯不断通过加强业务协同及投资并购完善其生态体系布局，并持续开拓新业务板块和创新商业模式以提升流量变现和商业化能力，我们持续看好其长远发展潜力：

- ▶ 全中国最大的自有流量平台，旗下微信及 QQ 分别拥有逾 10 亿 / 7.8 亿月活跃帐户（工信部：中国移动互联网用户 12.4 亿户，81%/63%渗透率）；且具备强大的用户黏性：据 QM 监测数据显示，微信人均时长达 80 分钟，使用次数渗透率达 20%+（快手 1.7%；头条：1.2%；淘宝：1.2%）。
- ▶ 腾讯在不挫伤用户体验的前提下，以丰富的形式进行流量商业化。如微信及手 Q 通过游戏、广告、支付及其他增值服务实现流量的有效变现。腾讯已成为中国最大的端游、手游厂商，第 3 大互联网广告媒体主，以及移动支付两大巨头之一。
- ▶ 串点成线、未雨绸缪；借助多种业务协力以及投资并购等外延式借力，腾讯逐渐形成成熟的商业化生态，预计未来将通过更多创新形式加强货币化程度。目前看来，小程序及智慧零售可能将成为未来新兴货币化形式的亮点。

盈利预测与估值

预计 2018 / 2019 年腾讯收入分别增长 46.1% / 31.8% 至人民币 3,474 亿元/人民币 4,579 亿元；经调整净利润分别增长 22.9% / 43.2% 至人民币 80.0 亿元/114.6 亿元；估值方面，采取分部加总法，给予公司核心业务（除支付及云等新生业务）2019 年市盈率 28x P/E，估值 3.5 万亿港币；互联网金融业务对标 PayPal，对应估值 7,706 亿港币；假设微信未来对小程序实现商业化，在 3% 的综合付费率、40% 的运营利润率假设下，给予 30x 市盈率，对应该部分业务价值 7,439 亿港币。分部加总后公司整体估值 5.1 万亿港币，对应目标价格 540 港币，对应 2018/2019 年市盈率 54 倍和 37 倍，相较当前股价仍有 31% 的上行空间。

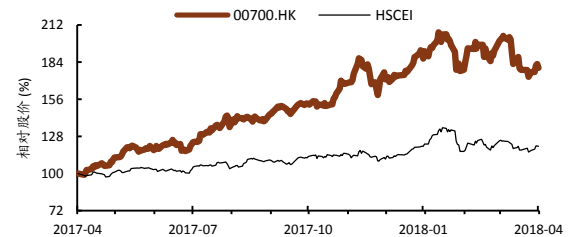
风险

监管风险、宏观经济风险；过度商业化降低用户体验。

维持推荐

股票代码	00700.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 413.20
目标价	港币 540.00

52 周最高价/最低价	港币 476.60~227.47
总市值(亿)	港币 39,267
30 日日均成交额(百万)	港币 20,244.48
发行股数(百万)	9,503
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	47.89
主营行业	互联网



(人民币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
净收入	153,305	237,760	347,396	457,863
增速	49.0%	55.1%	46.1%	31.8%
净利润	41,095	71,510	80,923	110,708
增速	42.7%	74.0%	13.2%	36.8%
非通用准则净利润	45,420	65,126	80,010	114,596
增速	40.8%	43.4%	22.9%	43.2%
每股净利润	4.33	7.50	8.48	11.61
非通用准则每股净利润	4.78	6.83	8.39	12.01
每股净资产	19.62	26.58	34.16	44.73
每股销售额	16.15	24.93	36.42	48.00
每股经营现金流	6.90	14.21	16.64	18.44
市盈率	85.5	47.2	38.6	28.2
非通用准则市盈率	77.3	51.8	39.0	27.3
市净率	18.9	13.3	9.6	7.3
市销率	22.9	14.2	9.0	6.8
平均总资产收益率	12.9%	14.0%	13.0%	14.6%
平均净资产收益率	29.5%	29.6%	27.6%	30.5%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

吴越, CFA

分析师

natalie.wu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080515100002

SFC CE Ref: BDI411

毕晨

联系人

chen.bi@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080117110027



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表					成长能力				
营业收入	153,305	237,760	347,396	457,863	营业收入	49.0%	55.1%	46.1%	31.8%
营业成本	-68,806	-120,835	-184,623	-240,974	营业利润	38.1%	60.9%	14.6%	36.6%
销售管理费用	-34,595	-50,703	-77,370	-98,441	EBITDA	36.6%	58.6%	15.4%	36.4%
研发费用	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	净利润	42.7%	74.0%	13.2%	36.8%
其他	0	0	0	0	Non-GAAP 净利润	40.8%	43.4%	22.9%	43.2%
营业利润	56,117	90,302	103,452	141,342	盈利能力				
财务费用	-1,955	-2,908	-5,211	-6,868	毛利率	55.1%	49.2%	46.9%	47.4%
其他利润	-2,522	821	1,303	1,042	营业利润率	36.6%	38.0%	29.8%	30.9%
利润总额	51,640	88,215	99,544	135,516	EBITDA 利润率	39.0%	39.9%	31.5%	32.6%
所得税	10,193	15,744	18,207	24,393	净利润率	26.8%	30.1%	23.3%	24.2%
净利润	41,095	71,510	80,923	110,708	Non-GAAP 净利润率	29.6%	27.4%	23.0%	25.0%
少数股东损益	352	961	415	415	偿债能力				
非通用准则净利润	45,420	65,126	80,010	114,596	流动比率	1.47	1.62	1.67	1.77
EBITDA	59,816	94,851	109,503	149,390	速动比率	1.47	1.61	1.66	1.77
资产负债表					现金比率	0.72	1.10	1.27	1.40
货币资金	72,652	193,609	328,277	474,218	资产负债率	53.0%	53.0%	53.0%	51.3%
应收账款及票据	10,152	22,693	22,713	34,617	净债务资本比率	17.9%	净现金	净现金	净现金
存货	263	462	706	921	回报率分析				
其他流动资产	66,087	68,490	78,882	91,249	总资产收益率	12.9%	14.0%	13.0%	14.6%
流动资产合计	149,154	285,253	430,578	601,006	净资产收益率	29.5%	29.6%	27.6%	30.5%
固定资产及在建工程	13,900	19,511	28,439	40,134	每股指标				
无形资产及其他长期资产	36,467	36,467	36,467	36,468	每股净利润 (元)	4.33	7.50	8.48	11.61
非流动资产合计	246,745	252,356	261,284	272,978	非通用准则每股净利润 (元)	4.78	6.83	8.39	12.01
资产合计	395,899	537,609	691,862	873,984	每股净资产 (元)	19.62	26.58	34.16	44.73
短期借款	12,278	12,278	12,278	12,278	每股销售额 (元)	16.15	24.93	36.42	48.00
应付账款	27,413	32,506	51,742	69,397	每股经营现金流 (元)	6.90	14.21	16.64	18.44
其他流动负债	61,506	131,688	194,406	257,978	估值分析				
流动负债合计	101,197	176,472	258,426	339,653	市盈率	85.5	47.2	38.6	28.2
长期借款	93,753	93,753	93,753	93,753	非通用准则市盈率	77.3	51.8	39.0	27.3
非流动负债合计	108,455	108,455	108,455	108,455	市净率	18.9	13.3	9.6	7.3
负债合计	209,652	284,927	366,881	448,108	EV/EBITDA	59.3	34.7	26.5	18.4
少数股东权益	0	0	0	1	股息收益率	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%
股东权益合计	186,247	253,524	325,822	426,717					
负债及股东权益合计	395,899	538,450	692,703	874,825					
现金流量表									
税前利润	51,640	88,215	99,544	135,516					
折旧和摊销	3,699	4,549	6,051	8,048					
营运资本变动	-43,466	38,742	50,197	31,775					
其他	53,645	3,997	2,894	572					
经营活动现金流	65,518	135,503	158,685	175,911					
资本开支	-6,610	-10,251	-14,979	-19,742					
其他	-64,313	1,649	0	0					
投资活动现金流	-70,923	-8,602	-14,979	-19,742					
股权融资	0	0	0	1					
银行借款	44,588	0	0	1					
其他	-13,145	-5,194	-9,039	-10,231					
筹资活动现金流	31,443	-5,194	-9,039	-10,229					
汇率变动对现金的影响	2,426	0	0	0					
现金净增加额	-25,517	121,707	134,668	145,941					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

腾讯成立于1998年11月，是目前中国市值最大的互联网公司之一。其主要经营的领域包括，网络即时通讯服务，门户网站，网络游戏等。在PC端，其产品QQ是中国用户数量最大的即时通讯产品，微信是移动端用户数量最大的即时通讯产品。另外，腾讯的门户网站qq.com是中国流量最大的门户网站；腾讯也是中国最大的客户端游戏市场和手机游戏运营商。除此之外，腾讯在各个领域进行了一些战略投资，包括投资中国最大的B2C电商京东，点评网站大众点评，滴滴打车，58同城等等。目前腾讯的主要收入来自于网络游戏，广告，会员服务以及其他增值业务。



目录

投资概要	5
娱乐及广告蓬勃发展，移动互联网基础设施继续深化	8
游戏产业高速增长，市场份额进一步集中.....	8
社交行业格局稳固，但仍然存在蓝海.....	9
创新广告形式与内容驱动移动广告市场增长.....	9
移动互联网生态重要闭环——支付.....	10
公司简介	11
社交平台构筑流量基石，构建七大业务版图.....	11
跨越多个赛道，外延投资构建庞大生态体系.....	12
坚实的流量基础：中国最大的社交平台.....	13
游戏产业形成闭环，生态协同凸显.....	16
在线广告业务逐步释放潜力.....	19
明日之星：未来的收入贡献引擎.....	22
盈利预测及公司估值	26
收入结构与预测.....	26
成本费用拆解及预测.....	26
公司估值.....	29
附录	30
发展历程：从 QQ 到“连接一切”的互联网巨头.....	30

图表

图表 1: 腾讯股权结构（截至 2017 年年报）.....	5
图表 2: 前五大机构持股（截至 2018Q1）.....	5
图表 3: SOTP 估值.....	6
图表 4: 可比公司估值表（2018 年 4 月 12 日）.....	7
图表 5: 中国游戏市场规模（亿元）.....	8
图表 6: 中国网络游戏产业划分.....	8
图表 7: 中国游戏玩家用户规模（亿人）.....	8
图表 8: 中国移动游戏市场份额逐渐集中.....	8
图表 9: 中国主要社交应用及其定位.....	9
图表 10: 中国网络广告市场规模及预测（亿元）.....	10
图表 11: 中国不同形式网络广告市场份额及预测.....	10
图表 12: 移动支付交易规模.....	10
图表 13: 2017 年第 3 季度第三方移动支付市场格局.....	10
图表 14: 腾讯主要业务板块及产品.....	11
图表 15: 2017-2018 腾讯投资及战略合作行业分布.....	12
图表 16: 2017-2018 年腾讯投资轮次分布.....	12
图表 17: 腾讯对外投资次数显著高于同行业其他公司.....	12
图表 18: 腾讯对外投资金额显著高于其他公司.....	12
图表 19: 腾讯近几年重要投资及战略合作.....	13
图表 20: QQ 及 Qzone MAU 变化趋势.....	14
图表 21: QQ 及 Qzone 截屏.....	14
图表 22: 微信主要社交模块截屏.....	14



图表 23: 微信公众号体系示例	15
图表 24: 微信小程序示例	15
图表 25: 腾讯在线游戏净收入及预测 (百万元)	16
图表 26: 腾讯游戏流水和热度稳定	16
图表 27: 腾讯游戏市场份额超过 50%	18
图表 28: 王者荣耀 MAU 持续增长	18
图表 29: 游戏 2018 年 4 月 8 日下载排名	18
图表 30: 游戏 2018 年 2 月份畅销榜排名	18
图表 31: 腾讯游戏全产业链闭环	18
图表 32: 腾讯游戏 2018 年全球投资并购活动	19
图表 33: 腾讯系主要产品量级及广告库存类型	19
图表 34: 朋友圈广告拥有丰富的展示方式和优质的展示面	20
图表 35: 微信朋友圈广告具有较高的投放门槛要求	20
图表 36: 微信朋友圈广告具有较高 CPM 水平	20
图表 37: 腾讯广告数据标签体系	21
图表 38: oCPA 可支持优化目标示例	21
图表 39: 支付宝及财付通市场份额变动	22
图表 40: 受到支付业务驱动, 腾讯“其他”收入增长迅猛	22
图表 41: 2017 年小程序用户量大幅提升	24
图表 42: 微信生态系统内商业服务市场的总规模 (GMV)	24
图表 43: 腾讯“智慧零售”多维度赋能零售合作伙伴	25
图表 44: 腾讯业务占比结构变化	26
图表 45: 腾讯成本拆解	27
图表 46: 腾讯费用变化趋势	27
图表 47: 腾讯公司营业净收入及预测	28
图表 48: 腾讯公司收入成本及预测	28
图表 49: 腾讯公司毛利率变动及预测	28
图表 50: 营业利润率和营业费用变动及预测	28
图表 51: SOTP 估值表	29
图表 52: 腾讯公司发展历程	30
图表 53: 腾讯游戏储备	31



投资概要

投资要点

腾讯旗下的微信和 QQ 拥有庞大的用户基数和极高的用户粘性，能够长期为公司的游戏，广告，金融等业务提供流量基础。腾讯游戏作为国内游戏行业龙头，拥有强大的自研创新能力和大量的游戏储备，预计未来将持续受益于其优质自研游戏的发行以及与顶级游戏开发商的代理合作。此外，腾讯布局的“互联网+”生态体系为腾讯的长期盈利能力提供了有力的支撑。从微信和 QQ 获得流量支持，将流量导入“互联网+”生态圈，腾讯在支付服务和广告流量变现上有着巨大的优势和潜力。

经营现状

腾讯公司是中国领先的互联网公司，目前公司 65% 的收入来自增值服务，17% 的收入来自网络广告、18% 的收入来自其他服务。腾讯游戏市占率第一，微信（WeChat）月活跃用户数已超过 10 亿。随着“互联网+”布局的深入，预计在 QQ 和微信的持续导流下，依靠公司的品牌口碑、强大的研发和变现能力，腾讯公司游戏、广告、支付和云服务等优质业务的营收能够进一步加大。

管理层和股权结构

腾讯公司于 2004 年在香港上市，截至 2017 年年底持股 5% 以上的股东为马化腾（8.63%），MIH TC（33.17%），Advance Data Services Limited（8.63%），JPMorgan Chase & Co.（5.15%）。公司主要管理层包括：马化腾（执行董事、董事会主席、行政总裁），刘炽平（执行董事、公司总裁），Jacobus Petrus（Koos）Bekker（非执行董事），Charles St Leger Searle（非执行董事），李东生（非执行董事），Iain Ferguson Bruce（非执行董事），Ian Charles Stone（非执行董事），杨绍信（非执行董事）。

图表 1：腾讯股权结构（截至 2017 年年报）

股权持股 5% 以上大股东结构	持股比例（%）
MIH TC	33.17%
Advance Data Services Limited	8.63%
JPMorgan Chase & Co.	5.15%
Huateng Ma	8.63%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 2：前五大机构持股（截至 2018Q1）

持股机构名称	持股数量	持股比例（%）
NASPERS LTD	2,961,223,600	31.16%
JPMORGAN CHASE & CO	453,874,577	4.78%
VANGUARD GROUP	232,532,038	2.45%
BLACKROCK	190,050,619	2.00%
CAPITAL GROUP COMPANIES INC	115,115,107	1.21%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

行业概览

中国已经成为全球最大的互联网市场，互联网行业成熟的同时，呈现出垂直化、精品化、内容化的趋势。受内容升级影响，人们对品质、创新追求提升，整体利好自研精品游戏的发行和文娱产业的发展。预计 2020 年游戏行业市场规模达到 3,247 亿元，份额进一步向资金、研发、运营能力较强的龙头公司集中；文娱产业的发展将带动广告市场规模增长，根据易观中国网络广告市场分析，预计 2019 年中国移动营销市场规模可达 3,550 亿元。



前景展望

公司社交、音乐、媒体、视频等业务用户流量大、粘性高，能够为其他业务发展持续导流。另外，公司不断强化自身游戏自研能力，扩张游戏储备，并大力布局“互联网+”生态。公司通过导入社交业务流量和发展“互联网+”生态体系，快速提升着流量变现能力。同时，公司还在积极布局金融、人工智能等拥有巨大潜力的领域。

财务分析

收入：行业龙头地位保证公司收入持续增长，2012-2017年净收入复合增速 34.59%，广告业务占比从 8%提升至 4Q17 的 17%，其他服务业务占比从 1%提升至 4Q17 的 18%。

盈利能力：受业务结构改变的影响，2012-2017年公司毛利率从 58.5%下降为 49.2%，非通用会计准则净利率由 30.9%降低为 27.39%，预计随着腾讯业务结构的持续调整和增长，2020年毛利率为 48%。

现金流：2017年经营活动所得现金流 1061 亿，账上现金与等价物及限制性现金余额 1073 亿元，现金充裕，现金流情况良好，每股现金约 11.25 人民币。

负债情况：2017年公司资产负债率为 50.04%，流动资产占比 32.17%，总负债 2776 亿元，流动负债占比 54.67%，公司良好的现金流情况保证了流动负债的偿付能力。

估值及估值方法

预计 2018 / 2019 年腾讯收入分别增长 46.1% / 31.8%至人民币 3,474 亿元/人民币 4,579 亿元；经调整净利润分别增长 22.9% / 43.2%至人民币 80.0 亿元/114.6 亿元；估值方面，采取分部加总法，给予公司核心业务（除支付及云等新生业务）2019年市盈率 28x P/E，估值 3.6 万亿港币；互联网金融业务对标 PayPal，对应估值 7,706 亿港币；假设微信未来对小程序实现商业化，在 3%的综合付费率、40%的运营利润率假设下，给予 30x 市盈率，对应该部分业务价值 7,439 亿港币。分部加总后公司整体估值 5.1 万亿港币，对应目标价格 540 港币。

图表 3: SOTP 估值

人民币 十亿	2018E	2019E	同比增长	净利润率		19E 市盈率	估值	备注
核心业务收入（除去其他收入）	259	326	25.6%	32%		28	2,920	19年核心业务同比增长25%，净利润率32%，对应19年市盈率28倍
互联网金融业务							618	对标PayPal（最新市值1000亿美元），其公布的活跃用户数2.27亿，相较微信支付4亿活跃用户数，我们给予腾讯互联网金融业务整体估值1000亿美元
人民币 十亿	2019E	2020E	同比增长	付费率	运营利润率	19B 市盈率	估值	
小程序（GMV人民币 十亿）	1,494	1,950	30.5%	3%	40%	30	597	假设2020年微信内商业化服务市场均采用小程序，付费率3%，运营利润率40%，市盈率30倍
总计（人民币 十亿）							4,135.0	
加权平均流通股（十亿）							9.5	
每股价格（人民币）							433	
每股价格（港币）							540	

小程序业务假设				
GMV（人民币 十亿）	2017	2018E	2019E	2020E
电商	497	707	980	1,226
交通出行	97	167	234	320
本地生活	98	148	221	300
手机游戏	0	9	20	33
直播	0	3	9	22
其他		15	30	50
合计	691	1,050	1,494	1,950

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表4: 可比公司估值表 (2018年4月13日)

公司	代码	股份货币	会计报表货币	评级	股价 2018-04-13	市值 (百万美元)	交易量	PEG 17E	市盈率			非通用准则市盈率			扣除现金后的市盈率			市销率		
									16A	17E	18E	16A	17E	18E	16A	17E	18E	16A	17E	18E
中国互联网																				
综合网站																				
腾讯	700 HK Equity	HKD	CNY	BUY	409.4	495,383	37.8	1.2	85.5	47.2	38.6	77.3	51.8	39.0	76.7	55.5	43.1	22.9	14.2	9.0
阿里巴巴	BABA US Equity	USD	CNY	BUY	175.92	450,558	17.9	0.6	70.5	65.3	46.1	52.8	39.6	26.7	51.9	38.9	26.3	19.1	11.3	8.1
百度	BIDU US Equity	USD	CNY	HOLD	231.34	80,544	2.8	8.1	48.2	45.6	36.2	42.5	36.6	29.5	45.9	39.5	31.8	6.0	4.8	4.0
网易	NTES US Equity	USD	CNY	BUY	275.81	35,899	1.1	0.7	21.9	19.5	15.4	19.8	17.1	13.5	20.1	17.4	13.8	6.2	4.2	3.2
网络广告																				
新浪	SINA US Equity	USD	USD	BUY	98.82	7,067	0.9	0.2	26.8	42.0	34.3	65.5	32.3	25.0	57.5	28.3	21.9	6.9	4.5	3.2
58同城	WUBA US Equity	USD	CNY	HOLD	82.03	12,057	1.1	n.a.	n.a.	103.6	59.2	n.a.	60.0	44.6	n.a.	59.4	44.2	9.2	6.6	5.3
凤凰新媒体	FENG US Equity	USD	CNY	BUY	4.05	291	0.3	n.a.	25.4	54.1	133.2	24.3	39.0	61.2	23.3	37.5	58.8	0.6	0.5	0.5
微博	WB US Equity	USD	USD		122.59	26,803	1.7	0.5	245.2	82.1	47.1	149.5	71.1	44.0	148.2	70.5	43.6	20.5	11.9	7.5
电子商务																				
京东	JD US Equity	USD	CNY	BUY	40.6	57,991	14.0	n.a.	n.a.	2,646.1	81.7	291.4	83.1	39.2	289.6	82.6	39.0	1.2	0.9	0.6
唯品会	VIPS US Equity	USD	CNY	HOLD	16.55	10,859	8.8	0.7	35.6	35.4	28.5	25.4	22.9	20.1	23.3	21.0	18.5	1.1	0.8	0.7
宝尊电商	BZUN US Equity	USD	CNY	BUY	49.29	2,791	3.4	n.a.	188.1	95.3	56.5	148.1	69.0	41.4	206.1	68.9	41.4	5.0	4.0	3.1
在线旅游																				
携程	CTRP US Equity	USD	CNY	BUY	45.38	30,132	5.0	2.4	n.a.	939.0	469.3	83.3	51.4	22.6	98.0	60.4	26.5	8.2	5.6	4.7
途牛	TOUR US Equity	USD	CNY	BUY	6.29	796	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	391.4	n.a.	n.a.	353.1	0.5	2.2	1.8
网络游戏																				
畅游	CYOU US Equity	USD	USD	HOLD	30.11	1,588	0.2	n.a.	11.1	8.8	9.8	10.5	7.7	8.9	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	0.9	1.0
IGG	799 HK Equity	HKD	USD	HOLD	10.92	1,857	15.5	0.1	26.8	10.3	9.1	26.0	10.0	8.8	25.6	9.9	8.6	5.8	3.0	2.2
欢聚时代	YY US Equity	USD	CNY	BUY	97.01	6,127	2.4	0.3	23.8	15.5	12.8	22.2	14.9	11.8	23.2	15.6	13.5	3.7	2.5	1.9
陌陌	MOMO US Equity	USD	USD		35.39	6,977	5.4	0.1	46.6	25.8	18.6	40.7	21.1	15.8	42.1	18.5	13.8	9.9	4.1	3.0
垂直门户																				
500彩票网	WBAI US Equity	USD	CNY		17.46	712	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	354.0	n.a.	n.a.
前程无忧	JOBS US Equity	USD	CNY		91.81	5,680	0.3	3.7	62.6	n.a.	n.a.	50.3	41.3	32.7	56.7	40.6	32.1	16.1	12.7	10.0
汽车之家	ATHM US Equity	USD	CNY	BUY	97.08	11,471	0.9	1.1	60.0	42.4	32.0	52.4	38.0	29.2	60.2	37.6	28.8	12.8	11.8	10.1
易车	BITA US Equity	USD	CNY	BUY	20.46	1,468	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41.4	27.3	11.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.7	1.1	0.9
教育																				
好未来	TAL US Equity	USD	USD	BUY	37.88	21,570	4.3	1.2	186.5	106.9	60.9	142.5	84.2	48.7	142.3	84.0	48.7	12.9	7.9	5.2
新东方	EDU US Equity	USD	USD	BUY	94.12	14,882	1.6	1.4	54.3	41.2	30.9	50.5	38.6	29.0	48.3	36.9	27.8	8.3	6.2	4.8
博实乐	BEDU US Equity	USD	CNY		16.16	2,056	0.3	n.a.	n.a.	63.4	42.4	n.a.	67.9	42.9	n.a.	23.9	15.1	2.8	2.2	1.7
51 Talk	COE US Equity	USD	CNY		11.22	225	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	0.4	n.a.
达内教育	TEDU US Equity	USD	CNY		11.14	626	0.3	1.3	17.0	20.6	21.3	13.5	15.7	14.6	13.8	12.7	11.8	2.3	1.8	1.4

注: 中金覆盖公司采用中金预测数据; 其他采用彭博资讯一致预期。资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

风险

监管风险、宏观经济风险; 过度商业化降低用户体验。



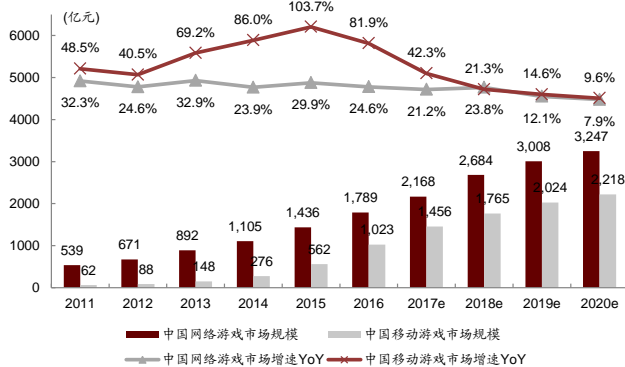
娱乐及广告蓬勃发展，移动互联网基础设施继续深化

游戏产业高速增长，市场份额进一步集中

过去几年，受益于：1) 硬件升级；2) 监管政策的放开；3) 娱乐消费需求提升，中国网络游戏市场整体规模快速增长，并在2016年成为全球最大的游戏市场，规模达到1789亿元。但随着监管对游戏内容和资质审批力度的加强和人口红利的消失，我们认为行业已经进入成熟期，预计未来市场规模增长将会放缓，游戏行业呈现出以下3点明显特征：

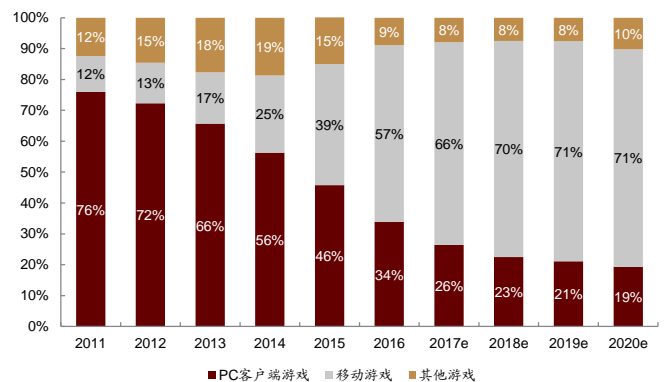
- ▶ **PC端向移动端转移**：随着智能手机的普及和人们碎片化时间的增加，2016年中国移动游戏的占比首次超过PC端，预计未来移动端占比会进一步提高。
- ▶ **移动端用户从增量转存量，重度游戏占比提升，付费率和ARPU驱动市场增长**：随着手游市场成熟化，市场从由玩家数增长驱动转变为由游戏类型和付费方式驱动。以MMORPG、MOBA和FPS为主的重度游戏成为市场热度集中点，且该类游戏付费点较多，ARPU和LTV均较高，预计仍为未来游戏开发公司战略布局的重点。
- ▶ **市场龙头稳固**：中国网络游戏头部企业多为研运一体的公司，腾讯和网易以自身在IP、开发和运营上的绝对优势成为游戏市场的巨头，预计未来市场份额会进一步向头部集中。

图表5：中国游戏市场规模（亿元）



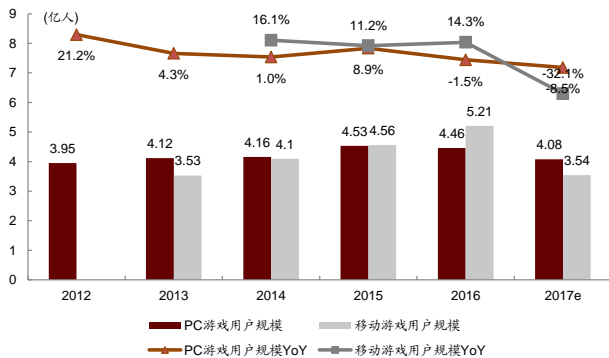
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表6：中国网络游戏产业划分



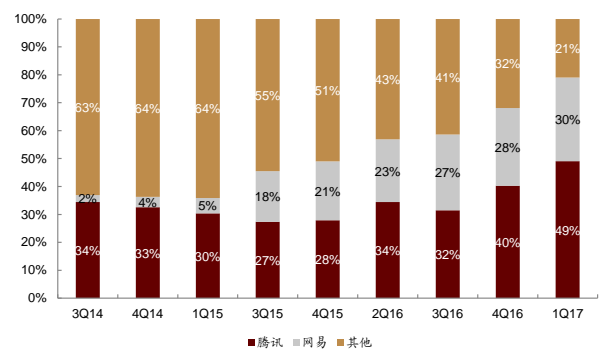
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表7：中国游戏玩家用户规模（亿人）



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表8：中国移动游戏市场份额逐渐集中



资料来源：易观咨询，中金公司研究部



社交行业格局稳固，但仍然存在蓝海

目前国内社交软件较多，基本满足用户不同纬度（综合社交、陌生人社交、兴趣社交、母婴社区、婚恋社交、同性社交、商务社交等）的需求，此外考虑到社交平台网络效应强，用户转移成本均较高，行业目前竞争格局较为稳固，新进入者面临红海。未来随着社交网络人口红利的消失，社交行业预计出现以下特点：

- ▶ 流量的竞争转移为**内容、用户和平台**三方面的竞争：拥有优质内容（微博）、创新平台功能和玩法（YY）、黏性用户（微信）、以及出色用户画像能力（抖音）的平台更有可能成为赢家。
- ▶ **跨领域**产生更多变现机会：随着互联网行业间融合趋势发展以及硬件设备的发展，泛娱乐+社交（直播）、分享经济+社交（拼多多）、VR+社交（游戏）等均可能成为社交应用新蓝海。

图表9：中国主要社交应用及其定位



资料来源：中金公司研究部

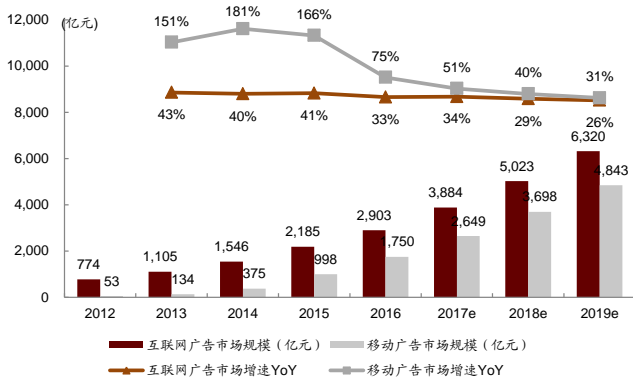
创新广告形式与内容驱动移动广告市场增长

随着技术的进步、分发渠道多样化和广告主对广告效果要求的提高，中国网络广告和移动广告市场规模快速上升，内容和形式上也产生极大变革。根据艾瑞咨询，2016年网络广告市场规模达2902亿元，预计能够在2019年超过6000亿元，主要受以下因素驱动：

- ▶ **技术进步**：随着广告主对广告投放触及效率和投放效果要求的提高，精准投放技术和相应的数据分析能力成了广告投放企业和传播媒介的核心竞争力。
- ▶ **娱乐内容媒介增长**：随着视频、直播、短视频和其他泛娱乐行业的增长，中国内容产业快速发展，以信息流广告为代表的新型广告市场规模快速增长，预计2019年份额达到22.5%。
- ▶ **传统门户端的转变**：2017年第2季度新闻资讯广告规模达到71.2亿，环比增长34.8%，随着各大门户资讯端积极布局优质内容和精准推送，预计未来广告收入将从硬广向原生广告等其他形式转变，市场规模会进一步扩大。

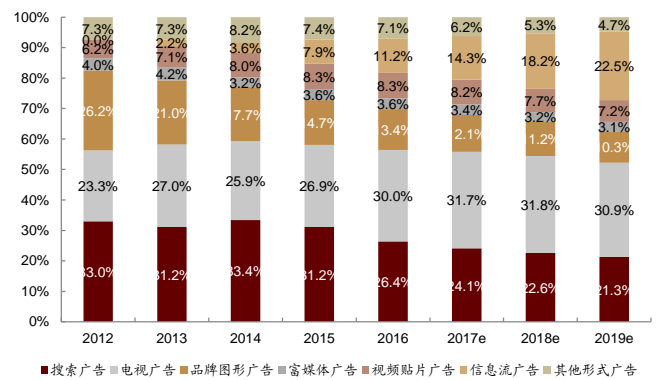


图表 10: 中国网络广告市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 中金公司研究部

图表 11: 中国不同形式网络广告市场份额及预测



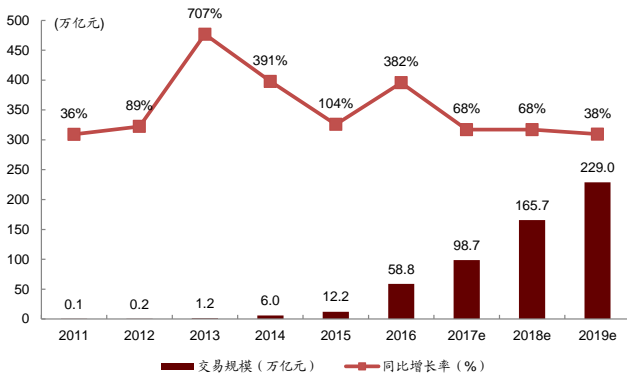
资料来源: 艾瑞咨询, 中金公司研究部

移动互联网生态重要闭环——支付

过去受益于移动设备、移动互联网和电商等应用场景的发展, 中国第三方移动支付市场交易规模快速增长, 市场份额集中于阿里和腾讯两大巨头, 竞争激烈。根据艾瑞咨询预测, 2017-2019年中国第三方移动支付市场交易规模年均增速将超过50%, 在2019年达到229万亿元, 我们认为行业高增速主要由以下因素驱动:

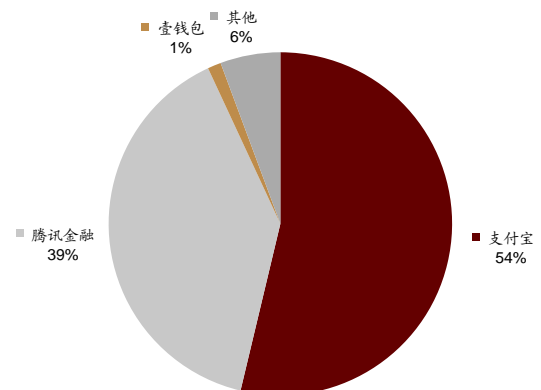
- ▶ **应用场景增加:** 目前移动支付的应用场景已经从最初的电商拓展到出行、医疗、餐饮、外卖、租房、美容、教育等多方面。此外, 尽管无现金支付渗透率已达到42%, 线下支付渗透率仅为1.9%, 随着互联网巨头对O2O业务、智慧零售的布局, 移动支付的应用场景和线下渗透率均能快速提升。
- ▶ **金融科技发展:** 人工智能、云计算、大数据和区块链技术能够打造一个更有效的信用评估体系, 并提高移动支付的速度和可靠性, 从而加强用户的使用黏性。未来能够更好地利用科技和大数据的公司预计取得更大市场份额。
- ▶ **全球拓展:** 目前, 中国的移动支付在国际上处于较领先的地位, 支付宝、微信支付等纷纷通过1) 海外战略投资, 2) 拓宽出国消费应用场景, 这两种主要方式打开海外市场。目前支付宝已覆盖30多个国家20多万户线下商户, 微信支付已覆盖13个海外国家和13万户海外商户。

图表 12: 移动支付交易规模



资料来源: 艾瑞咨询, 中金公司研究部

图表 13: 2017年第3季度第三方移动支付市场格局



资料来源: 易观咨询, 中金公司研究部



公司简介

社交平台构筑流量基石，构建七大业务版图

腾讯是中国领先的互联网公司，目前提供QQ、微信等即时通讯类社交产品，并在此积累的流量基础上，进一步发展出了金融、泛娱乐、资讯等多条增值服务业务线，构建出互联网全生态的业务版图。

图表 14: 腾讯主要业务板块及产品

业务板块	简介	业务规模	业务板块	简介	业务规模
社交			资讯		
QQ	腾讯开发的一款基于互联网，包含PC端和移动端的即时通讯工具	2017年12月月活跃账户7.83亿，智能端月活跃账户6.83亿，最高在线账户2.71亿	腾讯网	腾讯公司旗下的大型综合门户网站	NA
微信 (WeChat)	腾讯于2011年开发的一款，包含即时通讯、娱乐社交、生活服务等功能移动端集成类通讯应用程序	在2018年春节后，微信及WeChat合并月活跃账户超过10亿	腾讯新闻	腾讯公司推出的及时性移动资讯应用	中国最大的新闻服务平台
QQ空间	腾讯于2005年开发的个性化，类似于博客的QQ附属产品。用户可打造个性化的个人空间	2017年12月月活跃账户5.63亿，智能端月活跃账户5.54亿	天天快报	腾讯旗下个性化、智能化的新闻阅读产品	NA
金融			工具		
微信支付	微信支付是微信客户端的支付功能，用户可在绑定银行卡后，通过微信客户端使用微信支付		应用宝	腾讯为智能手机用户推出的手机应用获取平台	NA
财付通	腾讯于2005年推出的专业在线支付平台，帮助用户和企业完成在线支付，是国内第二大线上支付平台	以微信支付、财付通、QQ钱包为代表的腾讯金融业务，在2017年第四季度中国第三方支付市场交易中占38.15%	QQ浏览器	腾讯推出的PC端及移动端网页浏览器	2018年2月国内PC浏览器市场份额占比6.7%；2017年第三季度中国第三方手机浏览器用户活跃分布占比33.7%
QQ钱包	集银行卡支付、二维码支付、NFC支付等多种支付方式于一体的移动支付产品		腾讯手机管家	腾讯旗下的免费手机安全与管理软件	NA
腾讯理财通	根据不同用户的多样化需求，为用户提供精选股票、债券等理财产品的腾讯官方理财平台。	总用户量超过1亿，资金保有量超过1400亿，累计用户收益超过70亿	腾讯电脑管家	腾讯旗下的免费电脑安全软件	NA
娱乐			平台		
腾讯游戏	游戏开发、运营、代理平台，国内最大的网络游戏社区。旗下囊括英雄联盟、穿越火线、王者荣耀等多款PC端和移动端人气游戏	2017年网络游戏收入达978.83亿元	腾讯地图	腾讯公司推出的互联网地图服务	NA
QQ音乐	腾讯公司旗下的网络音乐平台，中国领先的正版数字音乐服务提供商	中国最大的在线音乐平台	QQ邮箱	腾讯公司2002年推出的邮箱产品，提供便捷的电子邮件服务	NA
腾讯视频	腾讯公司旗下的视频播放产品，拥有海量版权资源	跨屏覆盖设备数量行业第一	平台		
腾讯动漫	中国最大的互联网动漫平台	拥有多部精品动漫作品，如《狐妖小红娘》、《一人之下》、《我叫白小飞》等	开放平台	腾讯为PC、移动、多终端提供的开源接口	截至2016年9月，平台接入超过600万家创业公司，合作伙伴公司总估值超过3000亿
腾讯电竞	腾讯旗下的中国领先电竞品牌	中国领先电竞品牌	腾讯云	腾讯公司推出的面向企业和个人的公有云平台	N/A
企鹅电竞	腾讯旗下规模最大的移动电竞直播平台	NA	人工智能		
阅文集团 (腾讯文学)	腾讯公司旗下的正版数字阅读平台和文学IP培育平台	包括创世中文网、起点中文网等知名网络原创及网络阅读品牌	腾讯AI Lab	腾讯公司旗下人工智能实验室，专注AI基础研究与实际应用的结合	NA
NOW直播	腾讯公司旗下热门的手机社交直播软件	2017年第三季度中国移动全网用户渗透率达21.76%	优图实验室	腾讯公司旗下的机器学习研发团队	NA
腾讯课堂	腾讯公司推出的专业在线教育平台	NA			

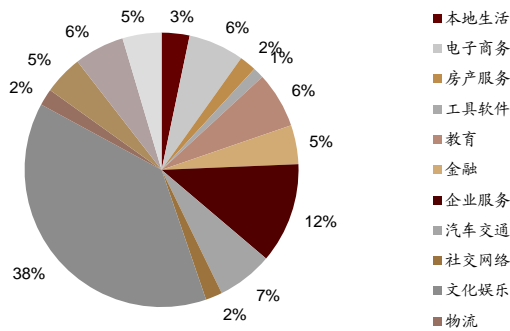
资料来源：中金公司研究部



跨越多个赛道，外延投资构建庞大生态体系

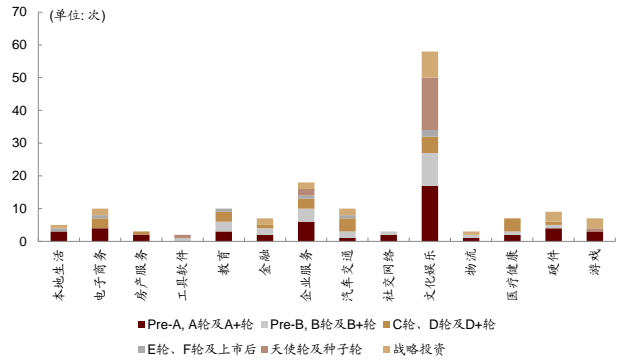
2017年，腾讯的投资聚焦影视、动漫、视频等泛娱乐文化产业。继续加大对快手、斗鱼TV、新丽传媒等文化娱乐企业的投资和战略合作，在向投资公司输出流量和战略资源同时，也提高了腾讯生态内的内容产出质量和创新能力，为其进一步深化泛娱乐领域布局奠定了基础。

图表 15: 2017-2018 腾讯投资及战略合作行业分布



资料来源：IT 桔子，中金公司研究部

图表 16: 2017-2018 年腾讯投资轮次分布

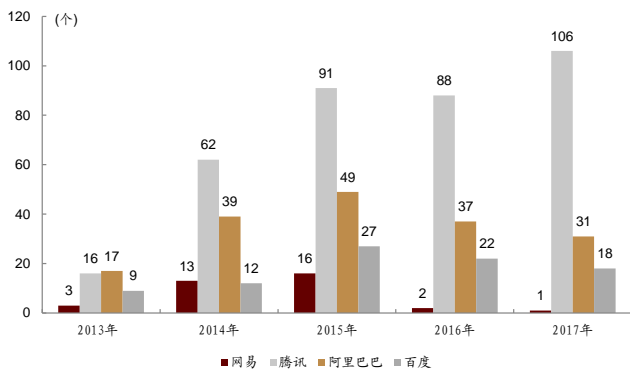


资料来源：IT 桔子，中金公司研究部

腾讯近年来投资策略并不局限于文化娱乐，凭借积极的对外投资并购和战略合作，腾讯成功地在交通出行、电子商务、O2O、医疗、物流等领域与龙头企业建立起深度协同，全面展开“互联网+”生态系统；建立起互联网+医疗（投资微医、丁香园等），互联网+出行（投资滴滴、摩拜等），互联网+生活服务（投资美团点评、58同城等）等组成部分。

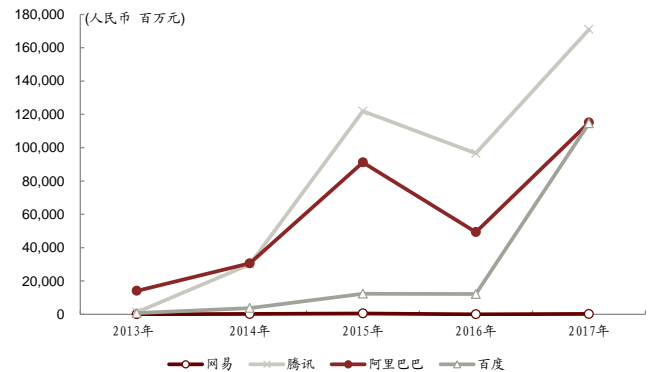
从行业内公司横向对比来看，腾讯的对外投资较为积极且覆盖广泛，既能从早期投资中把握先机（2017年腾讯成功投资106家企业，其中A、B轮投资交易数占总投资的50%），又能通过战略投资外延借力，建立起具有强大协同效应的生态体系。

图表 17: 腾讯对外投资次数显著高于同行业其他公司



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 18: 腾讯对外投资金额显著高于其他公司



资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 19: 腾讯近几年重要投资及战略合作

时间	公司名	所在行业	轮次	金额	公司简介
2014年10月3日	58同城	本地生活	IPO上市后	2300万美元	分类信息及本地生活服务的信息技术有限公司
2014年9月28日			IPO上市后	1亿美元	
2014年6月1日			IPO上市后	7.36亿美元	
2015年4月2日	大众点评网	本地生活	F轮-上市前	8.5亿美元	本地生活消费平台及O10服务商
2014年2月19日			E轮	数亿美元	
2017年10月19日	美团点评集团	本地生活	F轮-上市前	40亿美元	综合生活服务O2O平台, 业务包括美团外卖、团购、猫眼等
2016年1月19日			E轮	33亿美元	
2016年8月19日	京东商城	电子商务	IPO上市后	数亿美元	综合类的电子商务网站
2014年3月1日			F轮-上市前	2.14亿美元	
2014年3月12日	乐居	房产服务	F轮-上市前	1.8亿美元	房地产O2O整合服务平台
2012年10月1日	猎豹移动	工具软件	B轮	数千万美元	移动互联网公司, 产品有清理大师、猎豹浏览器等。
2011年8月1日			A轮	1860万美元	
2013年9月16日	搜狗	工具软件	战略投资	4.48亿人民币	搜索引擎技术服务商
2016年10月9日			战略投资	10亿人民币	
2015年7月3日	同程旅游	旅游	E轮	60亿人民币	一站式旅游预订平台
2014年2月1日			C轮	5亿人民币	
2012年5月1日			B轮	数千万人民币	
2016年6月16日	滴滴出行	汽车交通	F轮-上市前	45亿美元	手机智能叫车系统
2015年7月8日			F轮-上市前	30亿美元	
2014年12月9日			D轮	7亿美元	
2014年1月1日			C轮	1亿美元	
2013年4月1日	摩拜单车	汽车交通	B轮	1500万美元	互联网短途出行解决方案, 是无桩借还车模式的智能硬件
2017年6月16日			E轮	6亿美元	
2017年1月4日			D轮	2.15亿美元	
2016年10月13日	四维图新	汽车交通	C+轮	5500万美元	数字地图内容、车联网及动态交通信息服务、地理位置相关的商业智能解决方案提供商
2016年10月25日			IPO上市后	38亿人民币	
2014年5月26日			战略投资	11.73亿人民币	
2014年5月1日	易车	汽车交通	收购	11.73亿人民币	B2C整车电商平台
2016年6月6日			战略投资	3亿美元	
2015年2月19日	京东物流	物流	IPO上市后	15.5亿美元	物流企业
2018年2月14日	丁香园	医疗健康	A轮	25亿美元	医疗领域以及数字化领域专业服务提供者
2014年9月2日			C轮	7000万美元	
2015年11月30日	微医集团	医疗健康	E轮	3亿美元	综合医疗服务机构
2015年9月24日			D轮	3.94亿美元	
2014年10月15日			C轮	1.07亿美元	
2018年3月8日	斗鱼TV	文化娱乐	E轮	40亿人民币	游戏直播平台 and 弹幕式直播分享网站
2016年8月15日			C轮	15亿人民币	
2015年11月18日			B轮	1亿美元	
2018年1月25日	快手	文化娱乐	E轮	10亿美元	短视频内容分享平台
2017年3月23日			D轮	3.5亿美元	
2018年3月11日	新丽传媒	文化娱乐	战略投资	33.17亿人民币	致力于电视剧、电影、网络剧制作以及全球节目发行、娱乐营销和艺人经纪
2011年11月1日			A轮	数千万人民币	
2017年1月25日	阅文集团	文化娱乐	B轮	1亿美元	整合腾讯文学与盛大文学成立的全新的出版公司
2016年2月25日			A轮	1亿美元	
2017年1月12日	知乎	文化娱乐	D轮	1亿美元	网络问答社区
2015年9月29日			C轮	5500万美元	

资料来源: IT 桔子, 中金公司研究部

坚实的流量基础: 中国最大的社交平台

QQ&Qzone: 从 PC 时代强者转型移动互联网年轻用户乐园

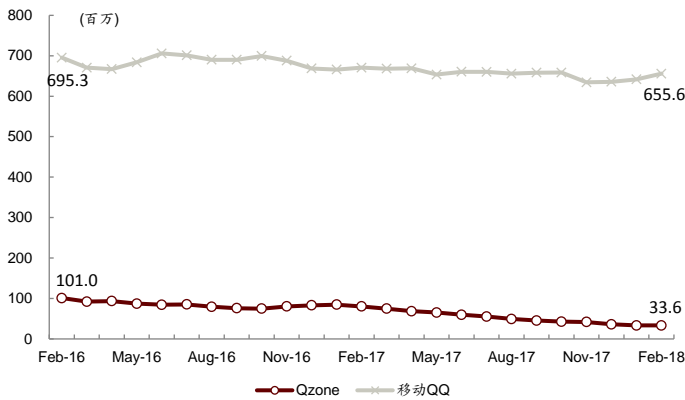
QQ 是腾讯公司成立后发布的首款即时通讯类社交软件, 1999 年发布以来, QQ 的月活跃用户峰值达 8.8 亿, 同时在线人数峰值达 2.7 亿; Qzone 于 2005 年推出, 定位为多媒体 SNS 平台对 QQ 形成配套和补充, 发布以来月活跃用户峰值达 6.5 亿, 仍然是目前中国最大的独立 SNS 社区。

在 QQ 发布早期, 凭借 1) 多样社交玩法: 包括在线、隐身、离开等社交状态; 2) 丰富形象展示: 自定义头像, 个性签名, QQ 秀等; 3) 强大的辅助功能 (如文件直传); 迅速成为中国第一的及时通讯软件, 而 Qzone 的推出则使得用户可以发表包含图、文、音乐等形态的状态或综合了多种形态信息的博文, 并通过“踩”、足迹、评论、转发等形式进行互动, QQ 秀、QQ 农场等社交与娱乐结合的玩法更突出了 Qzone 立足于“趣味”的社交定位和平台调性。

在微信发布之后, QQ 及 Qzone 逐渐与微信在社交产品定位及对应人群上发生分化。微信立足简洁和较为纯粹的社交互动; 而 QQ 及 Qzone 则在保留其丰富玩法、功能的基础上, 进一步深化其趣味性。相继推出魔音、图片视频美化、厘米秀等功能, 并在延展服务及内容方面增加动漫、游戏、直播、音乐等, 获得 90-00 后年轻用户群的青睐。根据《00 后 App 使用情况调研报告》, 目前 QQ 已经成为该群体使用频率和时长最高的用户。

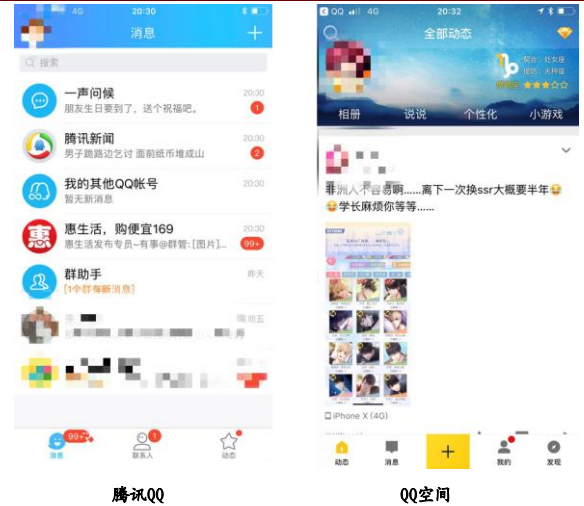


图表 20: QQ 及 Qzone MAU 变化趋势



资料来源: Questmobile, 中金公司研究部

图表 21: QQ 及 Qzone 截屏

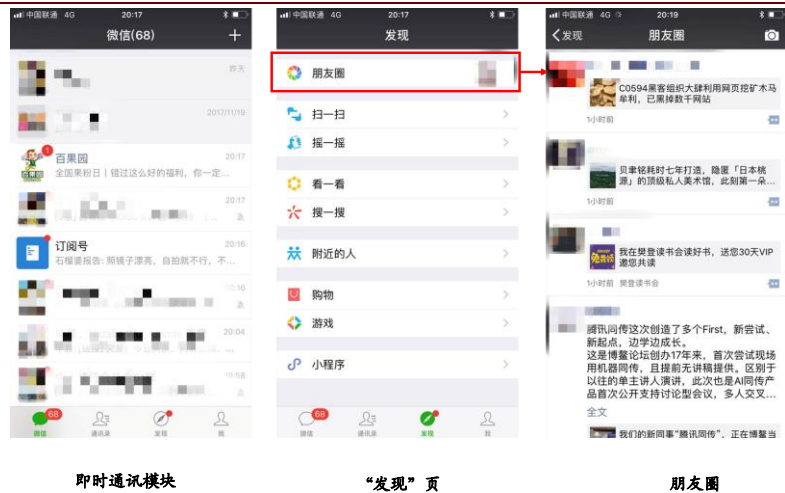


资料来源: 公开资料, 中金公司研究部

微信: 中国移动互联网最大社交生态

社交基础设施: 微信推出与 2011 年, 是目前中国最大的移动互联网应用 (2017Q4, MAU 达 9.89 亿, 含微信及 Wechat 合并账户数)。从产品功能看, 微信主要由即时通讯模块和“朋友圈”两大产品功能模块构成。即时通讯模块 1) 允许用户建立好友关系后, 通过文字、图片及视频方式进行一对一信息交流; 2) 创造了“微信群”模式, 允许多用户 (不一定所有用户均为好友关系) 同时在线交流。朋友圈模块则以 SNS 模式, 允许用户发布图、文、音乐及视频或整合形态的“状态”, 并通过点赞、留言、转发等形式进行互动; 同时, 朋友圈展示内容亦可以被分享至即时通讯模块。立足于熟人社交的定位, 微信通过上述两个模块满足了好友间同步和异步社交的需求, 创造了熟人社交场景的闭环体验。

图表 22: 微信主要社交模块截屏



资料来源: 微信 App 截屏, 中金公司研究部

公众号: 根植于微信生态内部的内容及服务承载体系。个人及组织可以通过订阅号、服务号及企业号三种不同形态的公众号实现内容发布、服务提供和流程协作等功能。其中, 1) 订阅号主要针对个人及媒体, 提供多媒体的内容形式辅助号主发布可在微信体系内阅读和分享的内容; 2) 服务号主要面向企业或组织, 用以向用户提供简单服务 (如金融查账、排队等位等); 3) 企业号则针对企业和组织, 帮助完成生产管理、协作运营的移动化流程。根据微信官方《2017 年微信数据报告》, 截止 2017 年 8 月, 微信注册公众号数量超过 2000 万, 11 月月活跃账号数突破 350 万。这其中, 尤其订阅号体系已成为中国移动互联网最重要的优质内容生产和互动平台。



图表 23: 微信公众号体系示例



“订阅号”入口及“服务号”

“订阅号”门户页

“订阅号”内容页

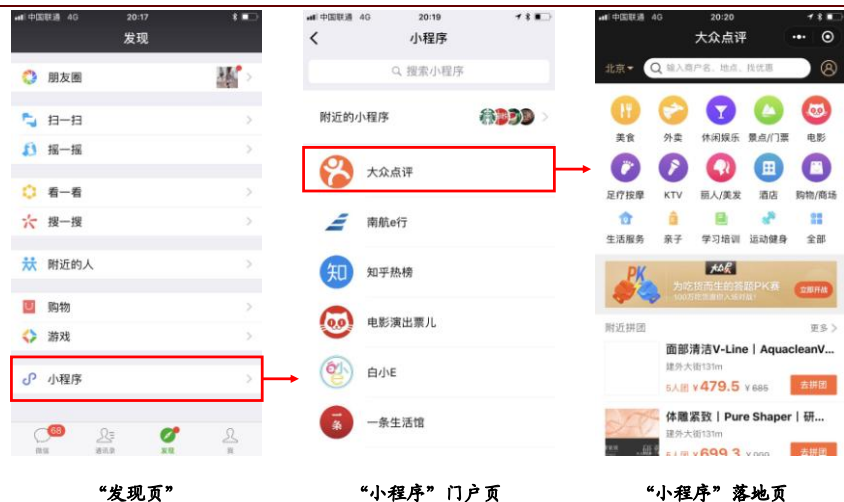
资料来源：微信App 截屏，中金公司研究部

小程序：微信于 2017 年 1 月首次推出小程序功能，该功能向开发者开放一系列微信能力（如浏览、支付模块、LBS、账号鉴权等）以搭载服务。凭借此功能，用户可以基于小程序框架和微信内入口访问服务，并获得近似原生应用的体验。小程序可广泛应用于提供游戏、直播、电商、O2O 等相关应用服务；同时，用户无需下载和安装，触达方便，用完即走。因而小程序或成为中低频应用服务最佳的承载方式。

截止 2018 年 1 月，共发布 58 万小程序，日活跃用户达 1.7 亿。基于小程序架构的微信小游戏累计使用用户已达 3.1 亿，其中经典小游戏“跳一跳”日活跃用户数峰值超过 1 亿；拼多多、蘑菇街等电商应用开发相应小程序尝试微信内电商，其中，拼多多小程序发布后半年用户超过 1 亿，蘑菇街小程序发布 3 个月获得用户 6000 万，GMV 增长 140%，“双十一”期间其小程序销售额为原生 App 的 4.2 倍。

微信凭借小程序 1) 搭建了新的服务承载方式，拓展了微信生态体系中服务类型的外延；2) 更有效地利用微信内流量，为潜在商业化打下基础；3) 扮演服务分发者角色，强化了微信作为流量基础设施的重要性。

图表 24: 微信小程序示例



“发现页”

“小程序”门户页

“小程序”落地页

资料来源：微信App 截屏，中金公司研究部



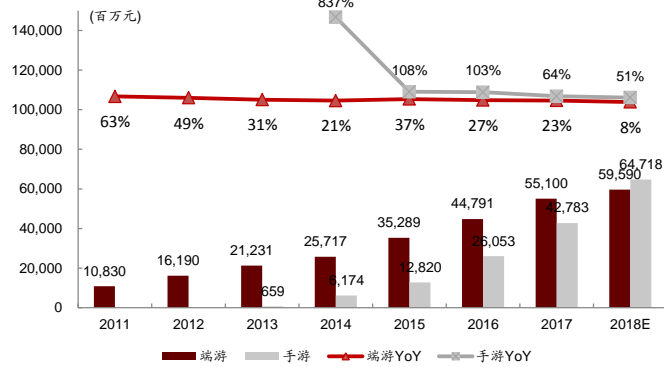
游戏产业形成闭环，生态协同凸显

根据腾讯财报，2017 腾讯在线游戏净收入达到 978.88 亿元，同比增长 38.2%，其中手游达到 628 亿元(64% YoY, 未抵减计入社交网络部分收入)，端游达到 551 亿元(23% YoY)。公司端游《英雄联盟》和《地下城与勇士》将持续引领端游板块增长，但《穿越火线》受用户向手游转移的影响，热度有所下降。公司手游《王者荣耀》2018 年预计仍能受益于庞大的用户规模和 ARPU 增长，其他手游例如《QQ 飞车》流水表现亮眼，《绝地求生：刺激战场》在国内发布后 34 天长踞 iOS 免费下载榜第一，海外版《PUBG mobile》发布后 5 天登顶 105 国家 iOS 免费下载榜榜首。未来公司游戏收入增长将主要受益于以下因素：

工作室制度及“业管部”模式支撑游戏业务的稳健增长

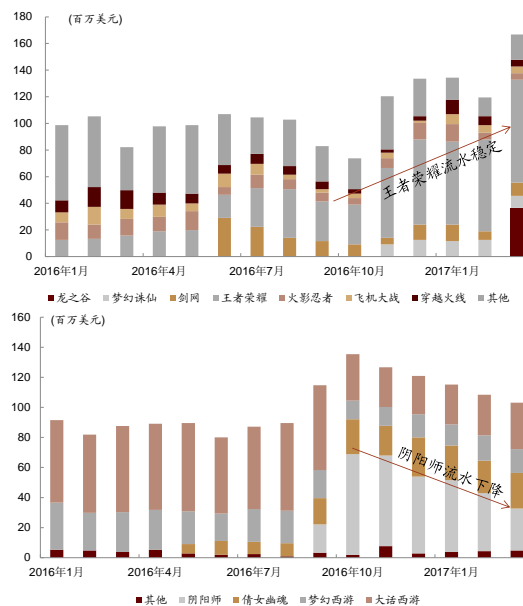
腾讯游戏采用 KPI 导向的业务管理部制度，游戏事业群和主要工作室的管理者共同组成决策委员会来决定一年的 KPI 和工作室的资源分配及相应的 ROI 要求，达不到要求的游戏组会被拆分并投入新游戏的开发，避免资源浪费。同时在这样严格的 KPI 要求基础上，游戏事业部会针对特定的热门品类对工作室进行一定资源的倾斜和补贴(例如尽管 PUBG 变现不易，但是考虑到品类的热度，公司对光子和天美对 PUBG 的开发仍大力支持)，确保公司在热门游戏品类上的领先地位和游戏品质。在这样的管理制度下，腾讯游戏相较于网易游戏能够产生更加稳健的收入和利润，爆款游戏的连续性和生命周期也更高。

图表 25: 腾讯在线游戏净收入及预测 (百万元)



注：上图仅包含计入“在线游戏”科目收入，其中手游收入已减去计入“社交网络”部分的收入
资料来源：公司财报，中金公司研究部

图表 26: 腾讯游戏流水和热度稳定



腾讯游戏相较网易游戏呈现以下特点：

1. 高热度游戏数量多
2. 热门游戏衔接及时
3. 流水增长较稳定
4. 游戏平均生命周期较长(而网易RPG生命周期较长)

资料来源：SensorTower，中金公司研究部



游戏市场绝对龙头，自研与分发并重

- ▶ **游戏市场份额第一：**根据 Newzoo 和艾瑞咨询报告，腾讯游戏目前是全球营收规模最大研运一体的游戏公司，2017Q3 占中国游戏市场份额达到 52%，首次突破 50%。

手游市场马太效应明显，中长期来看，腾讯竞争优势包括：1) 充足的优秀人才储备和开发运营经验；2) 强大的反外挂实力；3) 运营杠杆的逐步释放使游戏研发、运营和知识产权保护的成本摊薄；利润率提升；4) 对全球顶尖游戏公司的投资布局及坚实的代理合作关系；因此可能进一步挤压其他厂商份额。

短期内，我们认为公司游戏收入增长主要受到以下驱动：1) 腾讯拥有大量游戏市场里程碑式产品且收入贡献稳健，目前在 iOS 畅销榜前十席位中占据 5 位，其中《王者荣耀》占据 1 位已超过 1 年；2) 腾讯拥有大量优质游戏储备及待开发 IP，包括《卧龙在天》、《寻仙》、《勇者大冒险》、《天涯明月刀 ol》和《地下城与勇士》等，端游改手游案例如《QQ 飞车》也已获得良好市场表现证明；3) 公司计划对 WeGame 平台、Next Studio、极光计划、电子竞技、功能游戏和微信小游戏等方向做进一步的布局。

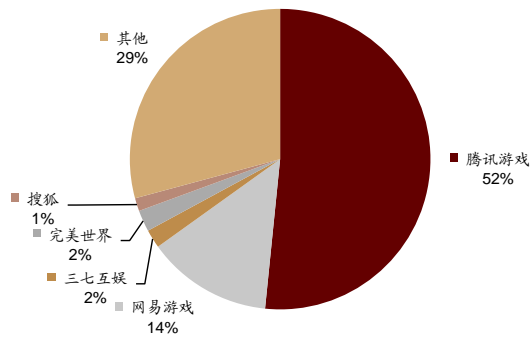
- ▶ **多元化的游戏产品组合和领先的研发能力：**不同于网易、盛大等公司在 RPG 品类上积累的强大的研发能力，公司自 2003 年通过棋牌和休闲游戏市场进入游戏市场后，在枪战、赛车、格斗、飞行射击、音乐舞蹈等类别游戏上积累了绝对的研发壁垒，游戏整体品类丰富程度和品质均处于市场领先地位。从**品类**上来讲，公司在 MOBA（王者荣耀）、PUBG（绝地求生）、SLG（乱世王者）、PRG（天龙八部手游）、竞速（QQ 飞车）、卡牌（欢乐斗地主）等多种游戏品类上均有市场领先产品，自研游戏《QQ 炫舞》自发行以来畅销平均排名前十。从**游戏品质**上来讲，《王者荣耀》UI 设计、画面和观感细腻，简化了 PC 端的设置使得操作更为流畅，同步 PvP 的设计和公平竞技的玩法使得该游戏成为国内手游热度最高自研手游之一，目前 MAU 达到 2.45 亿人，次日留存率达 42%。从**外延扩张**来看，腾讯也积极收购 Riot、Supercell 等顶级制作商、投资暴雪和多家韩国游戏公司、代理蓝洞、Epic 等厂商优质游戏，从而进一步丰富自身游戏品类并提高研发实力。
- ▶ **代理游戏数量和品质较高：**腾讯 2017 年发行的 22 款手游中，有 16 款为代理手游，如《纪念碑谷》、《绝地求生》等知名游戏，此外公司运营着国内最大的三个端游《英雄联盟》、《穿越火线》和《地下城与勇士》，预计 2018 年发行的《绝地求生：大逃杀》会成为新的 PC 游戏支柱，已获得代理权的《城堡之夜》目前已在 Wegame 平台上进行海外版发行，国内版本发行启动后预计将获得亮眼表现。目前公司 27 款手游储备中，代理游戏 16 个，自研游戏 6 个，IP 授权 5 个，其中代理游戏《地下城与勇士》手游、《完美世界》手游和《剑网》手游有望推动游戏收入继续增长。腾讯游戏代理质量较高，例如其 PUBG 游戏《绝地求生 刺激战场》的操作、枪械使用感和外挂现象均较好，taptap 评分 8.6，高于同品类其他游戏。
- ▶ **游戏分发和运营绝对强者：**腾讯游戏发行布局完善，拥有“微信+QQ+应用宝”的国内最大流量应用分发渠道，并对外投资了乐逗游戏和 Kakao 等在发行方面经验丰富的国内外公司，此外腾讯将 TGP 升级为 WeGame 平台，以进一步加强玩家、开发者和平台间的联系，腾讯游戏分发能力是其在游戏用户数量增长红利逐渐消失、获客成本高企的游戏行业趋势下的竞争壁垒。在游戏运营方面，腾讯流量的社交属性降低了用户参与门槛，QQ 和微信的一键登陆提升了游戏的社交关系价值，玩家可以随时在游戏中邀请好友、实时语音与协同作战，促进了以《王者荣耀》为代表的游戏的传播。此外随着直播逐渐成为游戏发行和运营的重要渠道，腾讯对虎牙和斗鱼直播的投资有助于其进一步完善分发和营销渠道，并持续受益于线下电竞和线上直播的协同作用。

泛娱乐生态，促进游戏热度增长和 IP 储备

- ▶ **泛娱乐布局储备丰富游戏 IP：**腾讯互动娱乐事业群（IEG）下属细分布局包括腾讯游戏、阅文集团、腾讯动漫、腾讯影业和腾讯电竞，其中阅读、动漫和影业的内容生产为游戏提供了大量的优质 IP（《择天记》等），而优质的游戏 IP 又能够通过泛娱乐的衍生产品进一步延长游戏生命周期（例如王者荣耀 IP 的综艺化尝试），泛娱乐的闭环生态有利于提升游戏的生命周期，从而进一步提升 LTV。

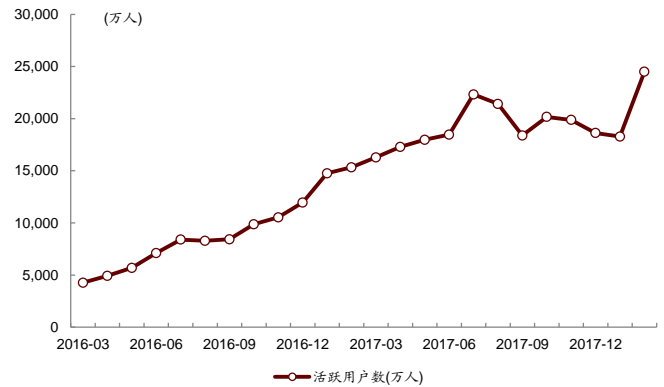


图表 27: 腾讯游戏市场份额超过 50%



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 28: 王者荣耀 MAU 持续增长



资料来源：Questmobile，中金公司研究部

图表 29: 游戏 2018 年 4 月 8 日下载排名

排名	图标	游戏名称	厂商	排名	图标	游戏名称	厂商
1		第五人格	网易	6		QQ飞车	腾讯
2		绝地求生: 刺激战场	腾讯	7		QQ炫舞	腾讯
3		绝地求生 全军出击	腾讯	8		消除者联盟	腾讯
4		王者荣耀	腾讯	9		幻想神战	Zilong
5		OPUS: 灵魂之桥	Sigono	10		腾讯欢乐麻将全集	腾讯

资料来源：Appannie，中金公司研究部

图表 30: 游戏 2018 年 2 月份畅销榜排名

Title-English	中文名称	开发厂	发行商	2018年2月平均排名
Honour of Kings	王者荣耀	Tencent	Tencent	1.0
QQ Speed	QQ飞车	Tencent	Tencent	2.0
FWJ	梦幻西游	NetEase	NetEase	3.3
CLX	楚留香	NetEase	NetEase	4.6
Miracle MU	奇迹MU:觉醒	Tencent	Tencent	6.7
WWJ	大话西游	NetEase	NetEase	10.0
Wildness Action	荒野行动	NetEase	NetEase	10.1
CFMobile	穿越火线: 枪战王者	Tencent	Tencent	10.6
Onmyoji	阴阳师	NetEase	NetEase	11.6
Contra:Return	魂斗罗:归来	Tencent	Tencent	11.6

资料来源：Appannie，中金公司研究部

图表 31: 腾讯游戏全产业链闭环



资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 32: 腾讯游戏 2018 年全球投资并购活动

时间	公司名	子行业	轮次	金额	公司简介
2018-04-02	Kakao Games	游戏开发商	战略投资	1.19亿人民币	Kakao Games是一家韩国游戏开发商，在开发能力和Kakao Friends有竞争力的IP之间创造合力。
2018-03-22	Gosu.ai	游戏道具衍生品	天使轮	190万美元	Gosu.ai是一家自动化游戏培训服务商，提供工具和指导。
2018-03-21	Ubisoft育碧	游戏开发商	战略投资	4.5亿美元	Ubisoft是开发、发行与经销互动式娱乐游戏与服务的领导厂商，旗下拥有丰富多元的全球知名品牌。
2018-03-20	Klang Games	游戏开发商	A轮	500万美元	Klang Games是德国一家手机游戏开发公司，专注于开发基于iOS和Android系统的手机游戏。
2018-03-09	Kixeye	游戏开发商	D轮	2000万美元	Kixeye是一家专注于在线有限研发领域的服务商，专注于开发Facebook平台的游戏，其团队所研发的产品有《后院怪兽》、《战争指挥官》等。
2018-02-23	FanAI	其他游戏服务	种子轮	250万美元	FanAI是一家AI电竞服务提供商，通过分析购买行为、消费心态以及社交和人口统计信息，让电竞队、联赛、游戏发行商、活动组织者、转播商、代理商和品牌商能够对电竞观众有所了解并预测并将其发展壮大。
2018-02-09	Nazara	游戏开发商	战略投资	400万美元	Nazara Games是印度一家体育运动游戏发行商，获取游戏IP的代理发行权，基于人工智能技术让终端玩家身临其境地体验体育游戏。
2018-02-08	VREAL	游戏媒体及社区	A轮	1170万美元	VREAL是很简单VR游戏的最佳方式。
2018-02-05	Trailmix	游戏开发商	A轮	420万美元	Trailmix是一家英国休闲手游开发商，以通过自有技术策划、研发休闲益智类的手游游戏产品为核心业务。
2018-02-02	Tamatem	游戏开发商	A轮	250万美元	Tamatem是一家阿拉伯语手机游戏开发商。
2018-02-01	Reality Reflection	游戏开发商	B轮	500万美元	Reality Reflection是一家VR/AR游戏研发商，将使用以太币区块链技术来开启ICO。旗下的《Mossland》是一款AR移动设备游戏。
2018-01-27	VirZoom	游戏硬件	种子轮	550万美元	VirZoom是一家VR游戏外设单车生产厂商。
2018-01-03	Cortopia	游戏开发商	天使轮	248万美元	Cortopia是一家瑞士VR游戏开发商，发行了移动VR游戏《Wands》。
2018-03-31	VSPN乐竞文化	游戏直播及玩家	A轮	未透露	VSPN是一家游戏视频内容制作及艺人培养服务提供商。
2018-03-20	颂歌网络	游戏开发商	A轮	未透露	颂歌网络是一家手机游戏开发公司，已开发出飞行射击游戏《雷电战机2016》、《全民奥特曼（飞机大战）》、《奥特曼天天打怪兽》等多个游戏作品。
2018-02-08	盛大游戏	游戏综合服务	战略投资	30亿人民币	盛大游戏是中国领先的网络游戏开发商、运营商和发行商，致力于打造国际化的网游平台。
2018-03-12	乐盟互动	游戏发行及渠道	51%	8.2亿人民币	乐盟互动是一家专注于手游支付以及手游分发的公司，致力于建立健全可自由接入与二次分发的手游平台。
2018-01-17	讯游网络	游戏开发商	100%	未透露	讯游网络是一家集自主研发、代理发行为一体的移动游戏开发商与运营商。
2018-01-17	好运美成	游戏开发商	0%	2.2亿人民币	好运美成是一家棋牌类手机游戏开发公司，主要开发中国区域棋牌游戏，包括麻将、斗地主、扑克及其他棋牌类型产品。
2018-01-17	亿玩堂	游戏开发商	100%	5500万人民币	亿玩堂是一家棋牌手游开发公司，主要运营中国区域棋牌游戏，具体包括麻将、扑克及其他类型的棋牌游戏产品。
2018-01-18	Playtika	游戏开发商	0%	305亿人民币	Playtika是一家专注休闲社交游戏的开发商，是凯撒娱乐旗下的棋牌游戏公司，其核心优势在大数据与人工智能。

资料来源: it 桔子, 中金公司研究部

在线广告业务逐步释放潜力

根据腾讯财报，2017 腾讯广告净收入达到 568.65 亿元，同比增长 49.9%，占总收入比重 17%。其中社交广告收入 256 亿元，同比增长 64.6%；媒体广告收入达 148 亿元，同比增长 30.0%。我们预计 2018-2020 年腾讯广告收入 CAGR 达到 33%，主要由以下因素驱动：

流量巨大且类型丰富的广告库存

腾讯拥有丰富的互联网应用产品线和总量巨大的流量规模。其中，社交、内容、资讯及工具类产品均可基于自身应用场景开发出多样的广告库存储备，日广告曝光量可达 160 亿次。

图表 33: 腾讯系主要产品量级及广告库存类型

类别	产品	流量规模	广告类型
社交	QQ空间	活跃账户 5.68亿	信息流广告，可以采取图文、互动、品牌页卡、视频、热词、banner等方式
	QQ	月活账户 8.43亿	原生广告：含QQ看点信息流广告、购物号广告、QQ天气广告、兴趣部落文章页底部信息流广告、“附近的人”广告
	微信-朋友圈	月活 10亿+	原生广告
	微信-公众号	数量 2000万+	横幅广告、图文广告、卡片广告
工具	QQ浏览器	月活 3亿+，月PV 1400亿+	信息流广告、文章页底部广告、浮层视频广告、搜索直达广告、视频插屏广告、视频通栏 banner
	应用宝	月活 2亿+	视频卡片、左图右文卡片、三图卡片、星标内容卡片、LBS信息卡片、文字链广告
媒体	联盟广告	汇集优质 App 1mn+, 月覆盖用户 5亿	原生广告、开屏广告、插屏广告、横幅广告
	腾讯视频	月活 5亿+, 日访问时长 70mins+	原生广告：含通栏小图广告、视频前后贴片、信息流广告
	腾讯新闻 天天快报	月活 2.4亿+ 月活 6000万+	信息流广告：含单图文广告、三小图广告、通栏大图广告、 信息流广告：含单图文广告、三小图广告

资料来源: 中金公司研究部



场景独特性和资源稀缺性

腾讯的社交广告资源在市场上具有较为稀缺的不可替代性；以微信朋友圈信息流广告为例，1) 信息流展示面更优：包括图文、微动图文、视频等广告素材形式，可实现卡片、滚轴、缩放等特殊展示效果；点击后呈现全屏图文或视频播放；2) 社交互动性强，广告曝光更有效：以广告主官方账号朋友圈形式出现，观看者可点赞、评论和进行转发；社交行为有利于带动高CTR；同时，朋友圈的强关系定位也有助于形成深刻的展示印象；3) 平台高价值品牌形象，高质量用户积累：微信的产品调性及庞大的高质量用户积累使之成为顶级品牌广告主的投放首选。

图表 34: 朋友圈广告拥有丰富的展示方式和优质的展示面



资料来源：微信 App 截图、中金公司研究部

鉴于目前朋友圈广告的填充率仍处于较低水平（每天每活跃用户填充1条；从2018年3月起，灰度测试部分活跃用户每天最高填充至2条），与广告主需求相比仍显供不应求；因而，与主要移动广告竞争者相比，微信朋友圈广告具有较高的投放门槛，并且其CPM价格显著较高（见图表31,32）；预期未来仍具备较大的收入提升空间。

图表 35: 微信朋友圈广告具有较高的投放门槛要求

服务提供	5万元	100万元	500万元
图片广告	支持1张图片	支持1、3、4张图片	支持1、3、4、6张图片
视频广告	n.a	外层6秒小视频 完整视频（300秒内）	外层6秒小视频 完整视频（300秒内）
点击跳转内容	公众号图文消息 标准模板H5页面	公众号图文消息 标准模板H5页面 自定义H5页面，2页以内	公众号图文消息 标准模板H5页面 自定义H5页面，6页以内

资料来源：腾讯社交广告平台官网，中金公司研究部

图表 36: 微信朋友圈广告具有较高 CPM 水平

投放地域	图文广告 (CPM)	视频广告 (CPM)
核心城市	150元	180元
重点城市	100元	120元
普通城市	50元	60元

*核心城市：北京、上海（共2个）

*重点城市：广州、深圳、重庆、天津、哈尔滨、西安、沈阳、武汉、长沙、南京、成都、杭州、大连、宁波、青岛、厦门、苏州、呼和浩特、石家庄、乌鲁木齐、兰州、西宁、银川、郑州、济南、太原、合肥、贵阳、昆明、南宁、拉萨、南昌、长春、福州、海口等省会及高活跃用户集中的城市（共35个）

*普通城市：除核心和重点城市外的其他城市

资料来源：腾讯社交广告平台官网，中金公司研究部



独特而强大的广告售卖能力

数据标签能力：腾讯以丰富的互联网应用产品线覆盖了用户 PC 及移动端，跨越社交、娱乐、资讯浏览、支付、出行及 O2O 等众多服务场景，基于用户在上述场景中的行为表现，并以腾讯账号体系为基础实现跨平台的数据聚合，腾讯积累了多维度的广告相关数据标签体系和深刻的用户洞察。

其广告数据标签体系包括：人口学标签、兴趣类标签、设备类标签、行为类标签、垂直行业类标签、自定义标签等，目前已形成 6 大维度 4000+ 标签体系。

图表 37: 腾讯广告数据标签体系

标签类别	描述
人口学	包括性别、年龄、居住地、学历、婚恋、资产及工作状态等
兴趣类	含商业兴趣、泛娱乐爱好及语义\关键词兴趣
设备类	设备品牌、运营商、联网方式、型号、操作系统等
垂直行业	针对重点行业进行深度定向标签挖掘，向广告主提供贴合行业用户特性的定制化标签
行为类	如人群上班地点、出游频率、在电商购物、O2O、游戏等应用中的特定行为，支付行为以及在获取广告和网络社交状
自定义	广告主在接入自身数据后，可以根据自身需求定义自定义标签

资料来源：腾讯社交广告平台官网，中金公司研究部

与其他主要在线广告竞争者相比，腾讯广告体系的数据标签能力因其来源场景的全面性、更长的采样时长（多应用加总时长，腾讯生态产品占据 55% 中国用户移动消费时长），在客户理解方面根据精细度、准确度和深度；使得广告投放效果更为精准，有效提升投放的 eCPM 水平。

先进的社交广告技术

oCPA 自动出价系统：oCPA（Optimized CPA）系统能够在广告主给定优化目标（如：移动应用激活，网站下单等）和平均价格的前提下，通过测试数据反馈和机器学习自动优化广告投放策略，达到提升广告主特定目标转化量的效果。

与传统投放方式相比，oCPA 投放系统更以广告主的实际收益为考量。如传统 CPC 投放系统中，给定价格后系统的优化结果将是向最有可能点击广告链接的用户投放广告（因为 CPC 的计价基础是“点击”）；但 oCPA 则可以由广告主自定义最为关心的实际优化目标，系统基于测试回传数据和节点分析，在给定的价格水平下，自动形成投放策略。

图表 38: oCPA 可支持优化目标示例

推广目标	优化目标
iOS 应用，Android 应用，android 应用（联盟推广）	1) 激活、2) 注册、3) 下单、4) 购买
网页、电商网页、本地广告	1) 下单、2) 表单预约、3) 激活、4) 注册、5) 购买

资料来源：网易考拉海购 App，中金公司研究部

oCPA 自动出价系统使得广告主可以将预算消耗与实际运营目标联系起来，免去了部分广告效果评估工作，也降低了对广告主投放策略优化的专业性的要求，有效提升广告主预算消耗意愿和满意度。

动态商品广告：针对提供多种商品或服务的广告主（尤其是电商平台广告主，如京东等）的智能化广告技术；其优点包括 1) 可基于基础素材生成广告创意方案，或对一揽子商品的广告展示进行自动化的拼接和整合，降低广告制作成本；2) 立足产品组合全局，对目标用户池进行大规模的同时精准匹配（可以实现 30+ 大类，200+ 小类的商品和广告定向）。

该技术可显著提高电商类和本地服务类广告主的实际成交转化效果，同时扩大广告销售平台的有效流量规模（避免多产品分别销售造成的流量损失），实现平台和广告主的双赢。



明日之星：未来的收入贡献引擎

移动支付与互联网金融业务

2005年9月,腾讯成立在线支付平台财付通(Tenpay),为线上交易提供支付和收款服务,随后,腾讯逐渐衍生出以财付通为主体的多项金融服务(如理财产品等)。2013年,随着微信用户的快速增长,微信借助财付通的支付交易系统推出了移动支付功能,用户可以通过微信钱包使用国内多家银行的储蓄卡和信用卡完成线上和线下场景的支付。2014年初,QQ钱包登录手Q,弥补了微信当时在低年龄层以及低线城市的市场份额空缺。

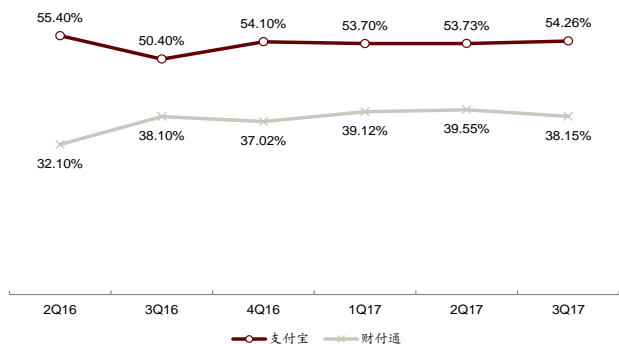
微信钱包和QQ钱包上线后,二者迅速凭借大量的社交用户群,并通过红包等社交支付玩法实现了快速增长。从2014年春节开始,微信和QQ逐渐推出摇一摇等多种红包形式,促进移动支付业务的用户渗透率不断提升。2015年9月,腾讯移动支付基础平台和金融应用线(Financial Technology, FIT)正式成立,此前财付通相关的业务部门均并入FIT,移动支付和互联网相关业务成为腾讯的集团战略级发展方向。

目前,在腾讯的“其他”收入中,支付收入贡献了最多的份额,并且保持每年三位数的同比增长。主要的支付收入包括:

- ▶ 提现手续费: 微信和QQ钱包分别于2016年3月\2018年1月开始按照0.1%的比例收取提现手续费,每笔最低收取0.1元;两者海量的用户和红包等活动带来可观的资金沉淀。在支付业务开展早期,提现手续费曾经是支付收入中占比最大的一部分。
- ▶ 商业支付收入: 商家通过微信或QQ进行收款时,需要付给腾讯一部分的手续费(目前为0.6%);但为了迅速抢占市场份额,目前相当部分商家享受手续费优惠费率(约0.3%或0.5%),甚至零费率的情况。虽然存在较大幅度的费率优惠,但随着微信支付在商家中渗透率的提升和进一步城市下沉,商业支付依然保持着快速增长,目前已成为支付收入中占比最大的部门。
- ▶ 利息收入: 微信钱包中大量的资金沉淀会产生年化约12%的利息收入(实际资金操作相当于大额定期存单),但央行对于该部分收入管控严格,且未来有进一步收紧的趋势。2018年起,支付机构客户备付金集中交存比例从原来的20%逐渐提高至50%左右。腾讯对于本部分收入也持有谨慎态度,将大部分收入进行拨备处理,所以目前在支付收入中的占比依然较小。

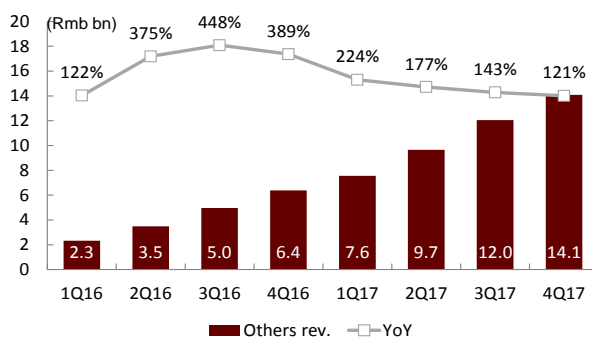
与支付宝相比,微信支付增长的主要优势和驱动力在于: 1) 海量用户流量入口(MAU: 微信>9亿,手Q>6.5亿); 2) 社交驱动的金融新玩法(如红包等),为支付等金融业务带来营销和传播的网络效用、改变人们的支付习惯; 3) 凭借高频使用、强产品体验不断向商业支付转变,渗透更多消费场景;例如,大多数用户唤起微信支付比打开支付宝更快、更便捷,且页面交互更友好,逐渐成为支付工具首选; 4) O2O场景带来更多想象空间,如智慧零售等线下市场有望为支付带来巨大的增量市场。

图表 39: 支付宝及财付通市场份额变动



资料来源: 易观资讯, 中金公司研究部

图表 40: 受到支付业务驱动, 腾讯“其他”收入增长迅猛



资料来源: 公司财报, 中金公司研究部



互联网金融业务

借助微信和QQ平台,腾讯在支付业务的基础上不断向其他理财和金融服务类产品延伸,包括互联网小额信贷产品微粒贷、理财产品微黄金,和基金、存款、养老、车险等多场景的金融服务产品。与银行等传统线下金融机构提供的金融业务不同的是,腾讯自身定位为平台和通道,借助自身的流量和技术优势服务于传统金融企业和有金融服务需求的消费者。

一方面,腾讯拥有大量的用户作为服务的流量入口,社交网络也为服务的推广创造了天然的条件。比如2017年春节,微信借助春节红包活动推广其余工商银行联合推出的黄金交易产品“微黄金”,黄金红包中包含低门槛的黄金份额,且用户可以与正常红包一样进行发红包、抢红包活动。据官方数据,春节期间微信红包共收发460亿个,而黄金红包的渗透率具有相当大的想象空间。

另一方面,用户在微信上所留下的社交、支付、互动等多方面行为为腾讯沉淀了大量的行为数据,凭借基于这些数据形成的精准用户画像,腾讯能够精准定位需要金融服务的人群并提供相适应的服务,以微粒贷业务为例,腾讯金融用户画像可进一步优化违约风险的测算准确度,降低坏账率。征信体系则通过腾讯海量数据建模对个人 ([信用情况进行综合评价,数据包括其在微信、QQ体系内的基础信息、交易信息、账户变动信息、理财数据、社交行为以及一部分外部数据等。AI和大数据 ([技术进行风控,显著降低比如资金被盗、诈骗、洗钱等等金融业务风险。

腾讯云

腾讯云服务诞生之初用以服务QQ等产品的同时在线用户快速增长,而在此过程中积累的海量计算架构使公司逐渐具备了构建开放平台的技术能力,并于2013年开始成为对 ([外开放的云计算解决方案提供商,并在多年的对内和对外的服务中,在社交、游戏等领域积累了深厚的架构基础和服务经验。腾讯云在2016年收入同比增长超过200%;2017年,腾讯高管在接受采访时表示,计划腾讯云3年内应收规模超过100亿元,并且最快2年可以达到。

腾讯云未来增长的主要推动力包括:1)海量市场,企业用户需求不断被发掘,用户的付费意愿高且持续;目前行业中如腾讯云和阿里云等玩家虽然增长迅速,但是巨大的市场增量和尚较低的市场份额仍然代表了巨大的行业潜力;2)受益于腾讯在社交、游戏、金融等业务的爆发式增长,腾讯云的产品与服务得到不断锤炼,积累主流应用场景的解决方案,并得以为相关场景的企业提供最为稳定、高质量的服务;3)腾讯生态企业对于集团云服务的应用拉动合作伙伴的规模扩张;4)开放生态打造共赢;2015年腾讯上线云计算服务市场,使企业可以如在超市选购一样按需选择云服务产品,仅2016年一年腾讯云合作伙伴数量增长超过400%;2017年,腾讯云与更多合作伙伴共同开发网络安全和大数据应用的云上产品,合作伙伴包括金证、中科软等等。

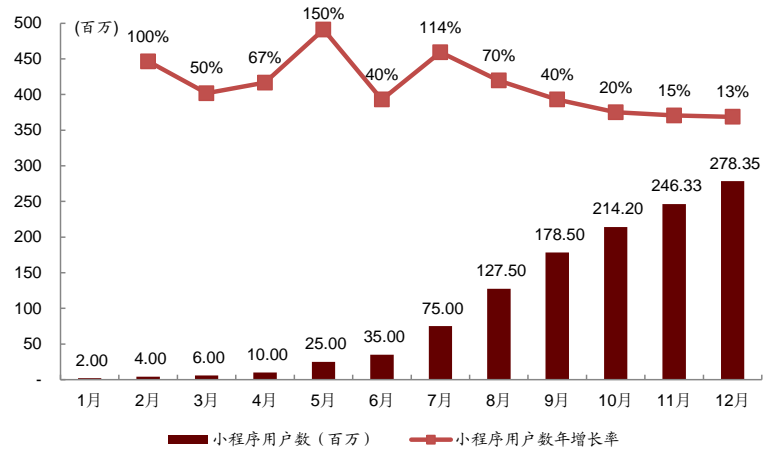
以小程序为中心激活微信商业服务生态

从2017年1月上线以后,小程序不断升级并且同微信的多种场景进行了融合。小程序开发过程简单、方便获取,为线上和线下服务商提供了方便快捷的解决方案。小程序在日常使用中的热度不断提升。根据咫尺网络和阿拉丁的数据,截至2017年12月小程序已经积累了2.75亿用户(图表47)。

在微信生态系统中,小程序能够帮助服务提供商获取大量通过社交场景积累的流量;同时,小程序还通过多样化的资源(如账号、支付和OA等)使服务过程变得更加便捷。因此,小程序可以帮助服务提供商降低流量获取成本并改善微信生态系统的效率(图表2)。



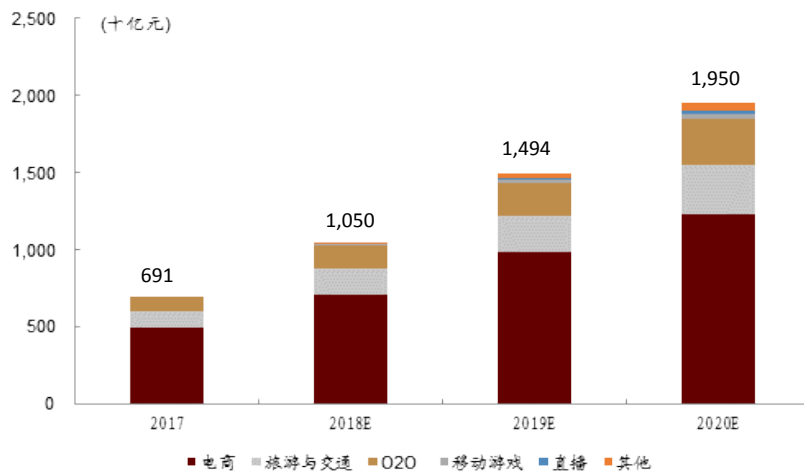
图表 41: 2017 年小程序用户量大幅提升



资料来源：咫尺网络、阿拉丁数据、中金公司研究部

小程序有望成为电商商家在微信生态系统内的主要平台，并可能取代目前第三方电商工具市场（如微店、口袋购物等）的大部分份额。此外，小程序的优质体验和方便获取的特点还有望使小程序取代交通出行（如滴滴）、O2O（美团和饿了么）、手游、直播和其他领域中现有的 HTML 5 服务方案。根据中金公司测算，2017 年微信生态系统内商业服务市场 GMV 的总规模约为 6,910 亿元（电商：71.9%、交通旅游：14%、本地化生活 O2O：14.1%、手游：1.3%、直播：0.4%），至 2020 年有望达到 1.95 万亿元（电商：72.8%、交通旅游：16.4%、本地化生活 O2O：15.3%、手游：1.7%、直播：1.1%、其他：2.6%），复合年增速达到 41%。

图表 42: 微信生态系统内商业服务市场的总规模 (GMV)



资料来源：艾瑞咨询、中金公司研究部

假设微信内电商相关的业务均转化到小程序系统内，2020 年交易额将达到 1.2 万亿元。假定货币化率为 3%，小程序有望带来 368 亿元新增收入；采用 40% 的经营利润率，同时考虑到轻业务的性质以及超 60% 的可比核心电商息税摊销前利润率，则相当于 147 亿元的经营利润。

如果考虑交通出行、本地化生活 O2O、手游、直播和其他业务，除电商外其他商业市场的 GMV 有望达到 7,240 亿元，假设货币化率为 3%，则小程序将额外贡献 217 亿元的新增收入。（详见前序报告：《小程序潜力测算：有望增加 20% 股价上行空间》，2018 年 1 月）



智慧零售赋能零售合作伙伴增长

2017年10月，腾讯首次提出“智慧零售”概念和解决方案；2017年末至2018年初，腾讯加快了对零售相关企业的投资布局，先后投资永辉超市、超级物种、家乐福、万达商业、海澜之家及步步高，并与顺丰、麦当劳、绫致时装集团、中国外运等知名线下企业达成了零售相关的战略合作，显现出腾讯在“智慧零售”方面的积极布局。

腾讯的“智慧零售”战略将自身定位为“零售赋能者”，整合自身在流量、场景、互联网基础设施（如支付、小程序等）、大数据积累、AI技术、云服务等方面的优势，向包括品牌商、零售商、商业地产商等零售相关方提供整合的解决方案，帮助合作伙伴实现其用户线上、线下零售场景的闭环，尤其是实现线下场景的数据化和智能化。

总体而言，智慧零售解决方案将在以下三方面为零售合作伙伴赋能：

线上流量导入：在线下门店成本高企和线上电商平台流量红海的背景下，线下零售商急需寻找流量蓝海以获得新客。腾讯在社交平台及内容应用矩阵中具有庞大的用户流量，同时覆盖用户线上生活最全面的场景（腾讯系应用占据中国用户线上时长>55%）；可以在众多用户触达场景触发向零售场景的转化（如：群聊分享拼购、转赠电子礼品卡等）。另一方面，腾讯以小程序为载体，在社交生态中为零售伙伴提供了良好的服务载体；而腾讯社交广告平台则通过精细的用户画像能力和丰富的数字营销产品，使得商户可以精准触达目标用户并有效营销，提升流量的向线下的转化效率。例如万达广场通过其微信小程序向目标用户发放商户优惠券，核销率超过50%，带来45%的到店客流提升。

到店体验优化：线下零售流程的数字化和智能化能够在显著提高商户运营效率同时提高客户满意度。以腾讯与绫致时装集团合作案例为例，凭借腾讯提供的图像识别能力和用户CRM数据库打通，绫致的“人脸智慧时尚店”可以通过互动屏完成用户的注册、信息查询、VIP识别和购买完成后的免密支付，大幅提升了客户购买结算流程的效率。同时，采用其他数字化辅助手段，线下店面还能实现智能商品推送和导购，扫码购等创新购买体验，提升用户的付费转化率和购买流程的顺畅程度。

经验决策支持：以腾讯云承载零售伙伴数字化经营流程，配套提供腾讯数据资产积累、数据挖掘能力、图像识别和AI能力；腾讯可以帮助合作伙伴对其线上线下经营数据进行整合分析，并输出直接促进运营效率提升的分析结果或解决方案。如基于图像识别和机器学习，能够对店面用户停留时间、热力区域、客群结构（人口学定义）等进行分析，进而给出动线规划和商品上架\陈列策略的建议；而整合图像识别和腾讯行业数据解决方案，可以实现智能安防、门店管理等功能。

图表 43: 腾讯“智慧零售”多维度赋能零售合作伙伴



资料来源：公开信息，公司数据，中金公司研究部

依据目前腾讯“零售赋能者”的战略定位，腾讯在智慧零售领域的商业模式短期内可能不会采取直接货币化手段使其提供的相关服务产生直接收入贡献，而可能通过智慧零售整体解决方案向合作伙伴输出腾讯云、微信支付、腾讯广告等增值服务，从而间接拉动上述板块业务的收入增长。



盈利预测及公司估值

收入结构与预测

腾讯的营业收入由 1) 增值服务 (网络游戏和社交); 2) 广告业务; 3) 其他服务构成。

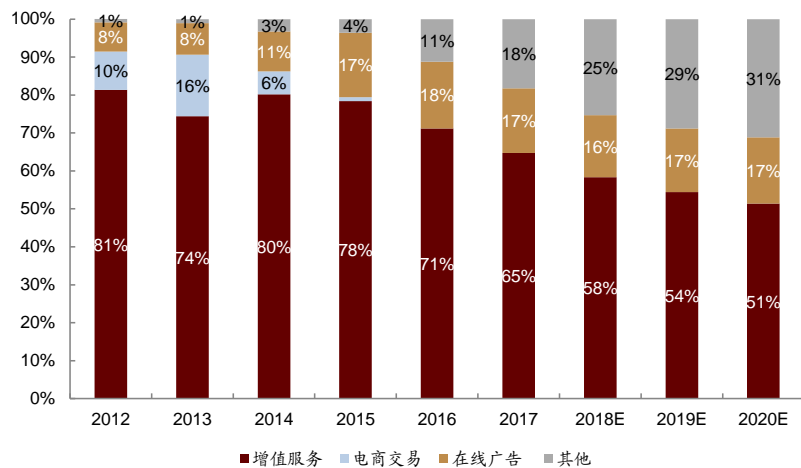
网络游戏增值服务:公司于 2003 年涉足网络娱乐业务, 2017 年网络游戏流水达 979 亿, 贡献增值服务总营收的 64.57%。2017 年个人电脑游戏业务收入同比增长 23%, 主要产品包括: 地下城与勇士、英雄联盟等。预计个人电脑游戏此后增长放缓, 2018 年同比增长 8%至 596 亿。同时, 公司积极发展智能手机游戏业务, 相继推出了王者荣耀、魂斗罗: 归来, 龙之谷等手游。预计手机游戏此后增长保持稳定, 2018 年同比增长 51%。

社交网络增值服务:2017 年社交网络业务受益于数字内容服务及游戏内虚拟道具销售的增长, 收入达 561 亿, 同比增长 52%, 贡献了增值服务总营收的 35.43%。

广告业务:营收主要来源于媒体、社交及其他广告业务。2017 年网络广告业务收入达 404 亿, 同比增长 50%。受益于视频流媒体流量和收入的增加, 媒体广告业务 2017 年贡献了 148 亿广告业务收入, 同比增长 30%, 占广告总营收的 37%; 受益于微信、其他移动端应用及广告联盟的广告业务增长, 社交及其他广告业务 2017 年贡献了 256 亿, 同比增长 65%, 占广告总营收的 63%。预计 2018 年广告收入可达 568 亿, 同比增长率可达 41%。

其他服务:主要驱动力为支付相关服务及云服务。2017 年其他服务收入达 433 亿, 同比增长 121%。受益于微信庞大的用户基数和线下交易量倍增, 微信支付服务收入增长强劲, 同时, 因为腾讯云的全球性扩展, 云服务也快速增长。其他服务还包括金融服务, 零售解决方案服务等。预计 2018 年其他服务收入将维持高增长, 同比增长 102%, 至 879 亿。

图表 44: 腾讯业务占比结构变化



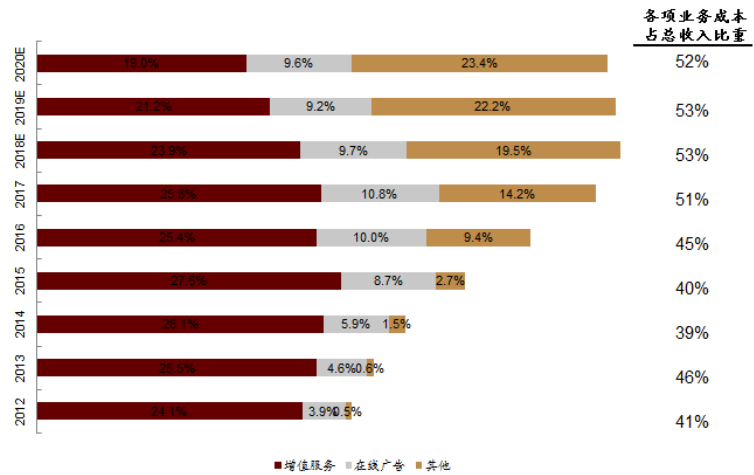
资料来源: 公司财报, 中金公司研究部

成本费用拆解及预测

成本方面: 1) 增值服务: 2017 年后, 增值服务成本同比增长 63%, 主要因为媒体娱乐的内容成本和手机游戏渠道成本增加。我们预计短期内游戏仍是公司业务重心, 同时随着媒体、娱乐行业竞争加剧, 增值服务的收入成本占收入比重会继续增长; 2) 广告: 广告业务成本在 2017 年同比上升 66%, 主要因为视频内容的投资、摊销, 以及流量获取成本的增长。我们预计广告业务成本占比在业务结构维持不变的情况下将维持在现有水平; 3) 其他服务: 由于公司在支付服务和云服务规模上的积极扩张, 2017 年其他服务收入成本同比增长 135%; 我们认为随着腾讯战略上的持续扩张, 其他服务成本不会明显下降。



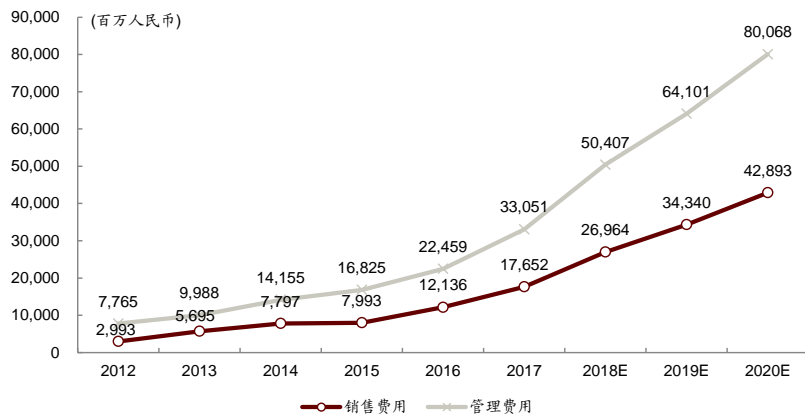
图表 45: 腾讯成本拆解



资料来源: 公司财报, 中金公司研究部

费用方面: 1) 销售及市场推广费用主要取决于公司对产品及平台的推广销售费用及人工成本, 过去3年占收入比重7%-8%; 2) 一般及行政费用主要取决于研发开支、相关人员数量变动及薪资涨幅, 过去3年占收入比重13%-16%。

图表 46: 腾讯费用变化趋势

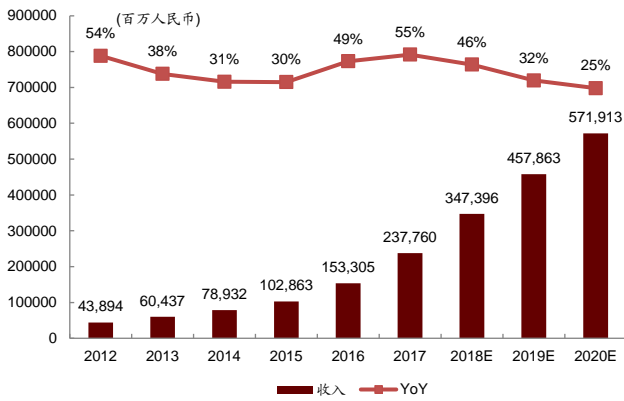


资料来源: 公司财报, 中金公司研究部

过去几年内, 随着手机游戏的渠道成本上升拉低了游戏业务毛利率, 以及其他服务业务和广告业务的占比加重, 腾讯整体毛利率不断下滑, 从2014年60.9%降至2017年49.2%, 预计在业务结构不发生重大改变的情况下, 毛利率在未来3年内将维持在47%-48%。

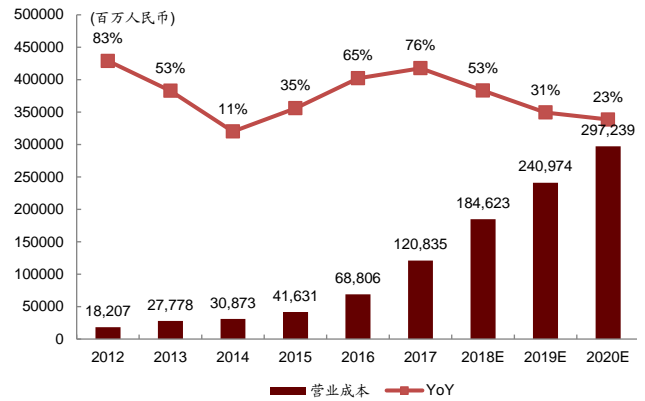


图表 47: 腾讯公司营业净收入及预测



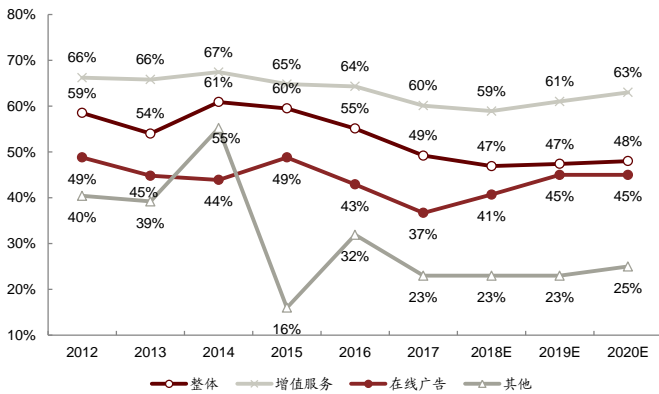
资料来源：公司财报，中金公司研究部

图表 48: 腾讯公司收入成本及预测



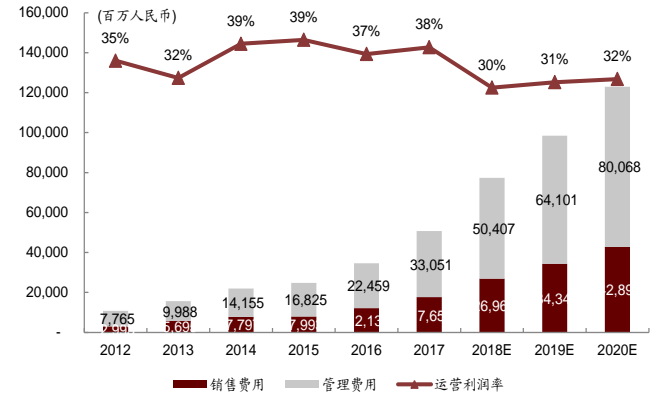
资料来源：公司财报，中金公司研究部

图表 49: 腾讯公司毛利率变动及预测



资料来源：公司财报，中金公司研究部

图表 50: 营业利润率和营业费用变动及预测



资料来源：公司财报，中金公司研究部



公司估值

预计 2018 / 2019 年收入增长 46.1% / 31.8% 至 3,474 亿元 / 4,579 亿元; 经调整净利润分别增长 22.9% / 43.2% 至人民币 80.0 亿元 / 114.6 亿元; 估值方面, 采取分部加总法, 给予公司核心业务 (除支付及云等新生业务) 2019 年市盈率 28x P/E, 估值 3.6 万亿港币; 互联网金融业务对标 PayPal, 对应估值 7,706 亿港元; 假设微信未来对小程序实现商业化, 在 3% 的综合付费率、40% 的运营利润率假设下, 给予 30x 市盈率, 对应该部分业务价值 7,439 亿港元。分部加总后公司整体估值 5.1 万亿港币, 对应目标价 540 港币。

图表 51: SOTP 估值表

人民币 十亿	2018E	2019E	同比增长	净利润率		19E 市盈率	估值	备注
核心业务收入 (除去其他收入)	259	326	25.6%	32%		28	2,920	19年核心业务同比增长25%, 净利润率32%, 对应19年市盈率28倍
互联网金融业务							618	对标PayPal (最新市值1000亿美元), 其公布的活跃用户数2.27亿, 相较微信支付4亿活跃用户数, 我们给予腾讯互联网金融业务整体估值1000亿美元
人民币 十亿	2019E	2020E	同比增长	付费率	运营利润率	19E 市盈率	估值	
小程序 (GMV人民币 十亿)	1,494	1,950	30.5%	3%	40%	30	597	假设2020年微信内商业化服务市场均采用小程序, 付费率3%, 运营利润率40%, 市盈率30倍
总计 (人民币 十亿)							4,135.0	
加权平均流通股 (十亿)							9.5	
每股价格 (人民币)							433	
每股价格 (港币)							540	

小程序业务假设				
GMV (人民币 十亿)	2017	2018E	2019E	2020E
电商	497	707	980	1,226
交通出行	97	167	234	320
本地生活	98	148	221	300
手机游戏	0	9	20	33
直播	0	3	9	22
其他		15	30	50
合计	691	1,050	1,494	1,950

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



附录

发展历程：从QQ到“连接一切”的互联网巨头

► 1998年-2003年：QQ诞生，从即时通信到互联网增值服务

腾讯成立于1998年，次年推出即时通讯系统QQ。2000年与运营商合作移动QQ业务，2003年推出QQ会员，开启互联网增值服务，为下一阶段腾讯进入网游市场奠定基础。

重大节点一：赢得和MSN的竞争。MSN曾经是QQ最大的竞争对手，但MSN本土化运营不佳，安全系统也存在问题，在竞争中出局。

► 2004-2010年：业务多元化，发力网游。

网游：2004年网游市场开始高速发展，2007年腾讯开始大规模进入网游市场，最早从开发棋牌游戏开始，同时开展代理游戏业务。腾讯游戏采用细分品类策略，在初期跳出竞争最激烈的RPG领域，在多数细分品类市场逐渐建立了领先地位。此后采用深度运营的策略，在MOBA（多人在线战术竞技游戏）市场建立起了优势，《英雄联盟》是代表性游戏。2013年起重心转向手游，2015年推出爆款手游《王者荣耀》。

其他业务：2004年发力腾讯新闻，初期通过QQ弹窗等方式推广。2005年推出“QQ空间”并布局搜索与电子商务，推出搜搜与拍拍。

重大节点二：3Q大战。2010年奇虎360和腾讯之间互相指责对方不正当竞争的事件。3Q大战后，腾讯重新梳理战略，更加注重“开放”，为之后的生态布局打下基础。

► 2011-现在：微信主导全面无线化，投资布局生态。

微信：2011年腾讯推出微信，此后，微信不断更新迭代，2012年上线朋友圈功能，在即时通讯的基础上增加SNS社交模式；2017年初正式上线第一批小程序，之后不断进行功能完善，为陆续小程序更多能力和权限，并以小游戏形式教育市场，小程序用户体验逐渐向原生App靠拢。

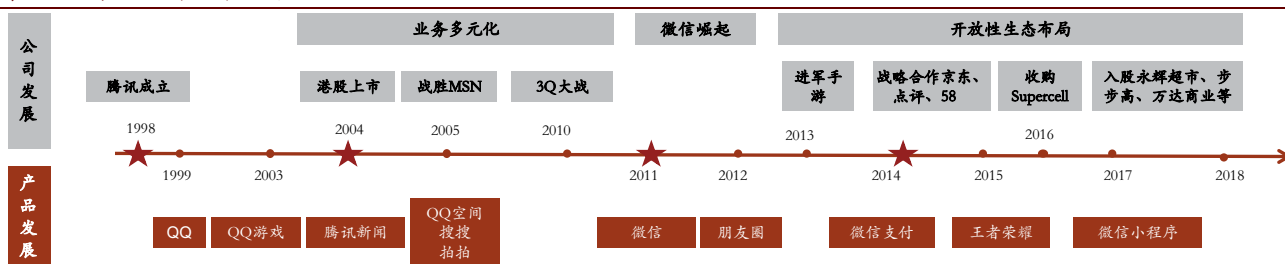
支付：2013年微信借助财付通搭建的支付交易系统推出了移动支付功能，用户可以绑定银行卡实现线上与线下场景的支付功能。2014年初，QQ钱包登录手机QQ，弥补腾讯在低年龄层以及低线城市的市场空缺。

云业务：初期腾讯云服务在服务QQ等产品的同时积累用户与技术，2013年开始成为对外开放的云计算解决方案提供商

生态布局：腾讯确立“连接一切”的战略。在内容、搜索、O2O、电商、出行、房地产、旅游等领域进行战略投资布局，提供入口、流量等资源；同时依靠应用宝、腾讯云、微信公众平台等资源对中小企业创新进行扶持。

重大节点三：推出微信，成为腾讯在移动互联网时代最重要的入口。

图表 52：腾讯公司发展历程



资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 53: 腾讯游戏储备

游戏英文名	游戏中文名	游戏类型	代理/自研	备注
Stone Age	石器时代	MMORPG	代理	2017年7月20日第二轮封测
DnF Mobile	地下城与勇士	Action	代理	TBD
Contra Mobile	魂斗罗	Shooting	代理	2016年11月8日开始上轮封测
Mobile JX3	剑网3: 指尖江湖	MMORPG	代理	2017年上半年
Legend of Ravaging Dynasties	爵迹	MMORPG	IP授权	TBD
Starline	星际火线	Action x Shooting	自研	2016年12月29日开始最近一轮封测
BNB	泡泡堂	Casual	代理	TBD
Lineage II	天堂2	MMORPG	代理	2017年4月12日首测
KOF: Destiny	拳皇: 命运	Action	代理	TBD
Hero of Migh and Magic: Age of War	英雄无敌: 战争纪元	SLG	代理	TBD
CQBY	传奇霸业	ARPG	代理	TBD 开始预约
Cross Gate	魔力宝贝	Turn-based MMORPG	代理	2017年6月29日封测
MU: Awaken	奇迹: 觉醒	MMORPG	代理	TBD
Fairytail Mobile	妖精的尾巴: 魔导少年	Turn-based MMORPG	IP授权	TBD
My Dynasty	我的王朝	SLG	自研	2018年1月16日删档内测
Under One Person	一人之下	Action	自研	TBD
Mount Lingjian	从前有座灵剑山	MMORPG	代理	2017
Mr. China Wonder	中国惊奇先生	MMORPG	代理	TBD
Legend of heroes	英雄战歌	RPG	自研	2017年6月15日不限号测试
The king of fighters: Destiny	拳皇命运	RPG&FTG	IP授权	TBD
King of Kings 3D	万王之王	MMOMUD	IP授权	TBD
Best NBA	最强NBA	SPT	IP授权	2017年10月26日安卓不删档测试
HX mobile	华夏手游	MMORPG	自研	下次测试在2017年8月
I am MT Online 4	我叫MT4	MMORPG	代理	TBD
Hatsune Miku	初音未来: 梦幻歌姬		代理	2017年9月12日开始删档封测
JX2	剑侠情缘2: 剑歌	RPG	代理	2017年12月5日开始封测; 技术测试
Legend of YuLong Mobile	传奇世界: 3D	RPG	代理	2018年3月8日开始新生内测
Legends of Dragon	真龙霸业	SLG	自研	2018年3月8日开始首发内测

资料来源: 手游网, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
馨基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

