



腾讯控股

广告表现不及预期；若股价因此承压，建议逢低买入

业绩回顾

16年4季度手游强劲抵消广告疲软，与我们预期一致

腾讯昨日发布16年4季度业绩：收入439亿元，同比+44.1%，环比+8.6%，低于市场一致预期0.7%，主要由于广告表现低于预期；非GAPP净利润123亿元，同比+37.7%，环比+5.1%，高于市场一致预期4.7%；递延收入312亿元，环比+7.2%。

发展趋势

手游超预期，收入环比增加8%（市场一致预期环比增长5%）。2017年，在《王者荣耀》、《龙之谷》和《天龙八部》等游戏的支持下，我们预计手游的势头有望延续甚至更强。《王者荣耀》具备PVP竞技对战和社交参与程度较高的特点，能够凭借其在电竞和直播领域的影响力，进一步提升变现能力和延长生命周期。

受品牌广告影响，广告业务整体表现疲软，主要由于腾讯新闻客户端上更多广告形式以效果类呈现。视频方面，对优质内容的竞争预计在2017年持续，短期利润率承压，但随着付费会员量上升，以及效果广告自助竞价系统的成熟，广告的利润率长期有望回升。

其他收入环比增长28.6%，占整体收入14.6%，其中我们估算大部分来自支付业务。从支付业务交易量看，最大来自社交支付（如红包等），其次是在线交易和线下支付。2016年，整体交易量翻倍增长，商业交易量（包含线上和线下）实现三倍增长。2017年运营支出仍将继续，主要用于推广线下支付，与支付宝竞争。

盈利预测

上调FY17收入/非GAAP净利润1.2%/3.1%，主要反映手游超预期。

估值与建议

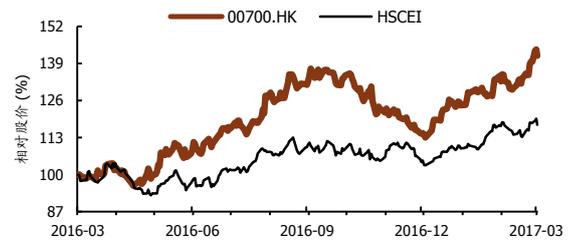
维持推荐，上调目标价8%至260港元，对应30倍2018年市盈率。如我们之前在业绩预览与行业月报所述，腾讯的广告业务将低于预期，但游戏业务有望超预期。若股价因此承压，我们建议逢低增持。

风险

《王者荣耀》生命周期缩短；广告业务表现持续低于预期。

维持推荐

股票代码	00700.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 225.20
目标价	港币 260.00
52周最高价/最低价	港币 229.80~151.74
总市值(亿)	港币 21,340
30日日均成交额(百万)	港币 3,731.48
发行股数(百万)	9,477
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	17.32
主营行业	互联网



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
净收入	102,863	151,938	209,276	263,331
增速	30.3%	47.7%	37.7%	25.8%
净利润	28,806	41,095	52,452	65,775
增速	21.0%	42.7%	27.6%	25.4%
非通用准则净利润	32,261	45,420	59,149	74,202
增速	33.2%	40.8%	30.2%	25.4%
每股净利润	3.05	4.33	5.52	6.93
非通用准则每股净利润	3.42	4.78	6.23	7.82
每股净资产	12.95	16.84	21.88	28.18
每股销售额	10.91	16.00	22.04	27.74
每股经营现金流	4.82	2.70	9.90	11.04
市盈率	61.8	46.6	36.5	29.7
非通用准则市盈率	55.1	42.2	32.3	26.3
市净率	14.6	12.0	9.2	7.3
市销率	17.3	12.6	9.1	7.4
平均总资产收益率	13.5%	14.2%	15.7%	15.8%
平均净资产收益率	31.6%	32.2%	32.2%	31.2%

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

分析员

natalie.wu@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080515100002

SFC CE Ref: BDI411



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	102,863	151,938	209,276	263,331	营业收入	30.3%	47.7%	37.7%	25.8%
营业成本	-41,631	-67,439	-99,304	-127,647	营业利润	84.0%	36.1%	4.7%	27.7%
销售管理费用	-24,818	-34,595	-47,907	-58,723	EBITDA	65.8%	32.5%	8.8%	28.6%
研发费用	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	净利润	21.0%	42.7%	27.6%	25.4%
其他	0	0	0	0	Non-GAAP 净利润	33.2%	40.8%	30.2%	25.4%
营业利润	15,809	21,522	22,529	28,772	盈利能力				
财务费用	-1,618	-1,955	-2,326	-3,950	毛利率	59.5%	55.6%	52.5%	51.5%
其他利润	-2,793	-2,522	-2,000	-1,600	营业利润率	15.4%	14.2%	10.8%	10.9%
利润总额	11,398	17,045	18,203	23,222	EBITDA 利润率	18.9%	16.9%	13.4%	13.7%
所得税	7,108	10,193	13,058	15,570	净利润率	28.0%	27.0%	25.1%	25.0%
净利润	28,806	41,095	52,452	65,775	Non-GAAP 净利润率	31.4%	29.9%	28.3%	28.2%
少数股东损益	302	352	600	600	偿债能力				
非通用准则净利润	32,261	45,420	59,149	74,202	流动比率	1.25	1.59	1.71	1.84
EBITDA	19,430	25,749	28,025	36,035	速动比率	1.25	1.58	1.71	1.84
资产负债表					现金比率	0.79	1.02	1.26	1.43
货币资金	98,169	113,688	191,916	276,746	资产负债率	60.2%	51.8%	50.5%	48.7%
应收账款及票据	7,061	14,052	15,029	19,631	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
存货	222	222	222	222	回报率分析				
其他流动资产	49,926	48,602	52,856	58,319	总资产收益率	13.5%	14.2%	15.7%	15.8%
流动资产合计	155,378	176,565	260,022	354,918	净资产收益率	31.6%	32.2%	32.2%	31.2%
固定资产及在建工程	9,973	13,445	18,553	24,632	每股指标				
无形资产及其他长期资产	13,439	13,439	13,439	13,439	每股净利润 (元)	3.05	4.33	5.52	6.93
非流动资产合计	151,440	154,912	160,020	166,099	非通用准则每股净利润 (元)	3.42	4.78	6.23	7.82
资产合计	306,818	331,477	420,042	521,017	每股净资产 (元)	12.95	16.84	21.88	28.18
短期借款	11,429	11,429	11,429	11,429	每股销售额 (元)	10.91	16.00	22.04	27.74
应付账款	15,700	16,895	24,879	33,119	每股经营现金流 (元)	4.82	2.70	9.90	11.04
其他流动负债	97,277	82,934	115,658	148,647	估值分析				
流动负债合计	124,406	111,259	151,966	193,196	市盈率	61.8	46.6	36.5	29.7
长期借款	50,014	50,014	50,014	50,014	非通用准则市盈率	55.1	42.2	32.3	26.3
非流动负债合计	60,312	60,312	60,312	60,312	市净率	14.6	12.0	9.2	7.3
负债合计	184,718	171,571	212,278	253,508	EV/EBITDA	89.7	72.3	63.6	48.2
少数股东权益	0	0	0	0	股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
股东权益合计	122,100	159,906	207,764	267,510	现金流量表				
负债及股东权益合计	306,818	331,477	420,042	521,017	税前利润	36,216	51,640	66,110	81,945
现金流量表					折旧和摊销	3,621	4,226	5,496	7,264
税前列利润	36,216	51,640	66,110	81,945	营运资本变动	52,049	-33,305	22,865	19,463
折旧和摊销	3,621	4,226	5,496	7,264	其他	-46,455	3,100	-446	-3,869
营运资本变动	52,049	-33,305	22,865	19,463	经营活动现金流	45,431	25,661	94,026	104,803
其他	-46,455	3,100	-446	-3,869	资本开支	-5,212	-7,699	-10,604	-13,343
经营活动现金流	45,431	25,661	94,026	104,803	其他	-58,393	1,198	0	0
资本开支	-5,212	-7,699	-10,604	-13,343	投资活动现金流	-63,605	-6,501	-10,604	-13,343
其他	-58,393	1,198	0	0	股权融资	0	0	0	0
投资活动现金流	-63,605	-6,501	-10,604	-13,343	银行借款	27,693	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	其他	-9,165	-3,641	-5,194	-6,630
银行借款	27,693	0	0	0	筹资活动现金流	18,528	-3,641	-5,194	-6,630
其他	-9,165	-3,641	-5,194	-6,630	汇率变动对现金的影响	371	0	0	0
筹资活动现金流	18,528	-3,641	-5,194	-6,630	现金净增加额	354	15,519	78,227	84,830
汇率变动对现金的影响	371	0	0	0					
现金净增加额	354	15,519	78,227	84,830					

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。



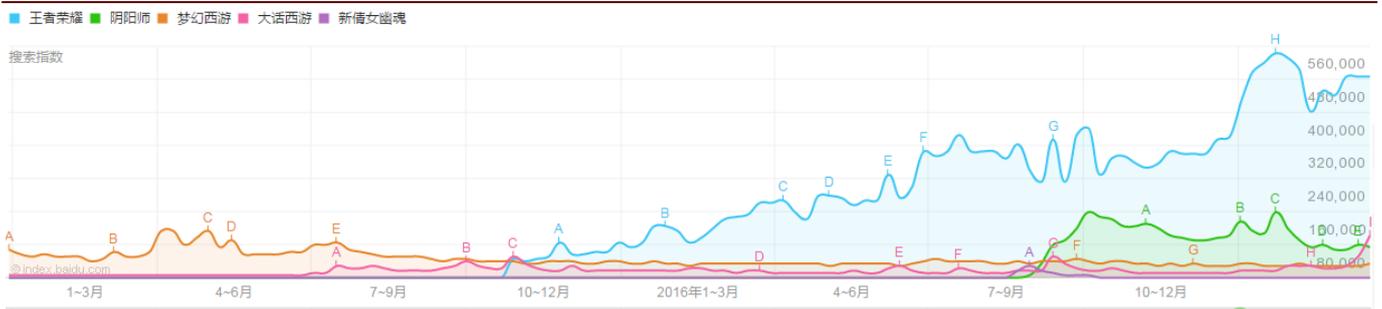
《王者荣耀》的生命周期预计长于普通手游

迄今为止，《王者荣耀》现象级表现仍在持续

如我们4季度业绩预览中所述，《王者荣耀》的人气热度自2016年下半年以来逐步攀升，月流水和玩家流量均创下新高。在季节性因素（春节和寒假）带动下，一二月的月流水超20亿元，我们认为该游戏的热度已达到形成“全民参与”的量级，影响力远远超越了核心玩家群体，未来将有望继续增长。

根据百度指数（按照百度搜索引擎上的相关搜索量进行热度排名），《王者荣耀》的热度超另外前四大畅销手游热度之和（《阴阳师》、《梦幻西游》、《大话西游》和《倩女幽魂》）。

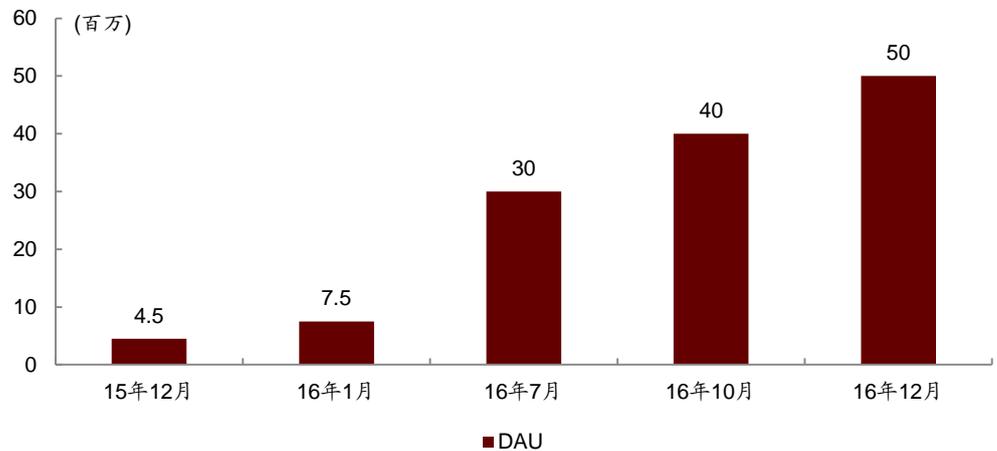
图表1：百度搜索指数前五大游戏（2015年至今）



资料来源：百度搜索指数、中金公司研究部

该趋势与我们前期业绩预览中指出的各方面数据一致。

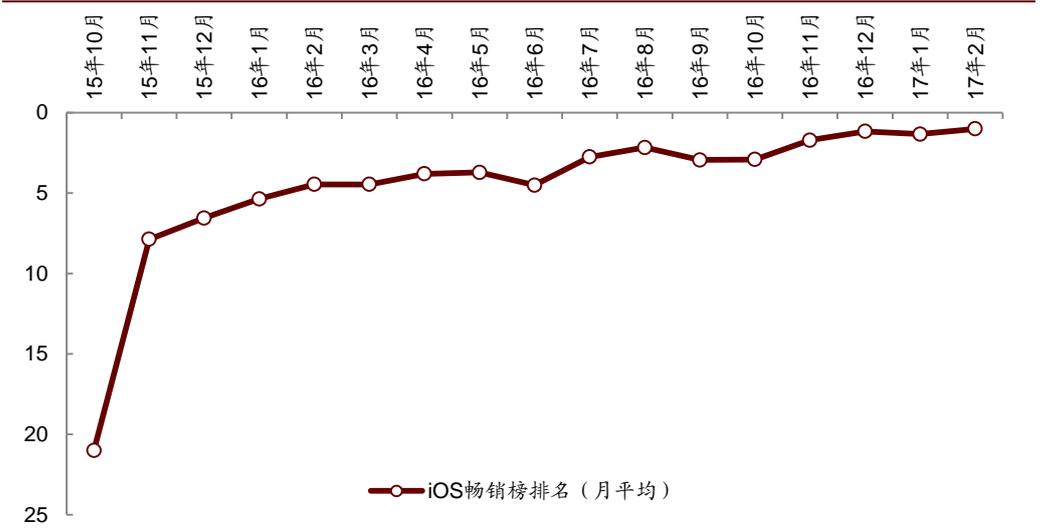
图表2：腾讯公布的日活用户数据



资料来源：公司资料、中金公司研究部



图表3: 《王者荣耀》iOS 流水排名 (月平均)



资料来源: AppAnnie, 中金公司研究部

《王者荣耀》的 pvp 竞技对战和社交特点带来网络效应, 生命周期更长

《王者荣耀》的核心游戏机制 (多人联机在线竞技) 是自动随机匹配 10 个活跃在线玩家 (基于游戏排名的技能组合), 展开 15 分钟的实时竞技游戏 (基于 6000 万以上的日活跃用户技术, 匹配过程通常需要数秒钟), 每位玩家控制一个角色, 分成两队, 每队 5 个玩家。除了每个玩家具备的技能, 多人联机在线竞技最重要的一点是团队合作, 需要各玩家之间经常沟通, 按照各自的角色采取行动。

更加重要的是, 腾讯将 QQ (16 年 3 季度月活跃用户 8.78 亿) 和微信 (16 年 3 季度月活跃用户 8.46 亿) 植入游戏中, 玩家能够在玩游戏过程中与朋友互动。凭借游戏的 pvp 竞技对战和社交特点, 《王者荣耀》在春节团聚期间获得

图表4: 游戏与腾讯社交系统无缝连接



资料来源: QuestMobile, 中金公司研究部



图表 5：2017 年 1 月日活用户数显著增长（根据 QuestMobile 的追踪数据）



资料来源：QuestMobile、中金公司研究部

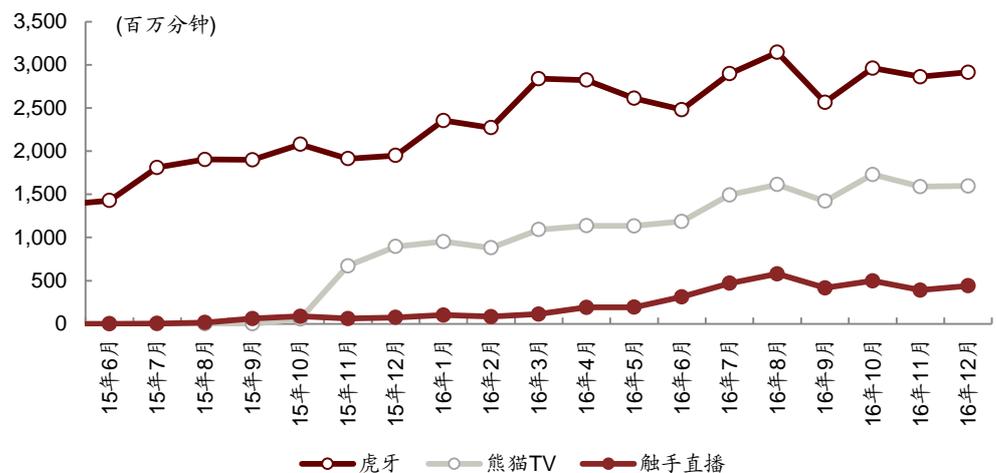
我们认为《王者荣耀》的社交粘性和 pvp 竞技对战特点有助于延长其生命周期，有望长于普通手游（6~18 月）。

电子竞技和直播有望进一步提升游戏热度和玩家/观赛用户的参与度

如我们业绩预览中所述，《王者荣耀》首季 KPL 电子竞技职业联赛于 2016 年 12 月 17 日和 18 日闭幕。为期三个月的联赛观赛人次已经超过 3.5 亿，日观赛用户峰值超过 800 万。独立观赛用户数达到 4000 万，其中 3600 万用户参与了赛事互动（评论、投票和送礼物等等）。

《王者荣耀》的高热度同时也将大量流量引入手游直播（与欢聚时代 4 季度业绩中虎牙直播表现强劲一致）。我们注意到，尽管直播平台整体用户增长停滞，但前几大游戏直播平台流量在 4 季度实现增长。在 2017 年腾讯“云-视界”直播行业大会中，领先的手游直播平台（触手直播、斗鱼、熊猫直播等）管理层纷纷表示，预计手游直播流量在 2017 年有望实现爆炸式增长。

图表 6：用户在主要游戏直播平台上花费的时间



资料来源：QuestMobile、中金公司研究部



2016年的KPL仅持续了22个游戏日，而2017年的联赛将分两季，长达超100个游戏日。腾讯已向7~8个直播平台（包括主要的直播app）授权，对赛事进行直播。我们预计赛事直播将进一步增强用户粘性，进而延长游戏的生命周期。

图表7：腾讯端游储备

游戏英文名	游戏中文名	研发商	游戏类型	备注
Three Kingdoms	霸三国	Tencent	RTS	2016年8月20日开始新一轮封测
Master x Master	全职大师	Ncsoft	3D MOBA	2016年7月7日开启CP内测
Metro Conflict: Presto	重火力	Redduck	FPS	2014年5月26日结束第二轮封测
Heroes of Newerth	超神英雄	S2 Games	MOBA	2015年11月6日开始新一轮封测
Orcs Must Die Unchained	兽人必须死	Robot Entertainment	MOBA	2016年11月1日开始不删档封测
Sura	天刹	NSE	Action	TBD
Maple Story 2	冒险岛2	Nexon	ETC	2017年3月7日开始新一轮封测
Rising Fire	火源计划	Yingpei Games	RPG + FPS	2016年9月28日结束上一轮封测
Path of Exile	流放之路	Grinding Gear Games	MMOARPG	2016年10月18日开始新一轮封测
Need for Speed(online)	极品飞车Online	EA	Sports	2017年3月16日开始新一轮封测
Transformers OL	变形金刚	Tencent	FPS	2017年1月12日开始新一轮封测
Rage of the Gods	众神争霸	Tencent	MOBA	2016年3月14日开始新一轮封测
NX	飞行战机	TOPPIG	Action	TBD
Lost Ark	失落的方舟	Smilegate	MMORPG	2016年8月24日韩服开始新一轮封测
Project Mercury	水星计划	Sonov	FPS	TBD
Master of Meteor Blades	新流星搜剑录	Kong Zhong	MOFA	2016年12月1日开始新一轮封测
Mountain Romance	灵山奇缘	Tencent	TBS	2016年12月15日开始首轮封测
Paladins	枪火游侠	Hi-Rez Studios	FPS	2016年12月15日开始新一轮封测
Epic Paragon	虚幻争霸	Epic Games	MOBA	TBD
Shadow Tracker	猜影计划	Tencent	VR FPS	TBD

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表8：腾讯手游储备

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3月15日开启首轮安卓封测
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
Legacy TLBB 3D	天龙八部经典版	MMORPG	代理	2017年3月7日开始最近一轮封测
The Legend of Sword and Fairy Mobile	仙剑奇侠传OL	MMORPG	代理	2016年11月22日完成上轮封测
DDTank Mobile	弹弹堂	Casual	代理	2016年12月27日开始最近一轮封测
Mobile JX3	剑网3: 指尖江湖	MMORPG	代理	2016年8月28日完成上轮封测
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	TBD
Star NBA	王牌NBA	Sports	IP授权	2017年2月24日开始最近一轮封测
Fishing Man	猎鱼达人	Casual	代理	2017年2月16日开始最近一轮封测

资料来源：公司资料、中金公司研究部



图表9: 业绩回顾

(百万人民币)	4Q16A	YoY	QoQ	一致预测	中金预测	vs. 一致预测	vs. 中金预测
营业收入	43,864	44.1%	8.6%	44,173	43,958	-0.7%	-0.2%
毛利总额	23,626	32.9%	8.2%				
营业利润	13,930	27.9%	-3.7%	15,220	14,079	-8.5%	-1.1%
净利润	10,529	47.0%	-1.1%	11,037	10,206	-4.6%	3.2%
Non-GAAP净利润	12,332	37.7%	5.1%	11,783	11,547	4.7%	6.8%
毛利率	53.9%	-4.5ppt	-0.2ppt				
营业利润率	31.8%	-4ppt	-4ppt	34.5%	32.0%	-2.7ppt	-0.3ppt
净利率	24.0%	0.5ppt	-2.4ppt	25.0%	23.2%	-1ppt	0.8ppt
Non-GAAP净利率	28.1%	-1.3ppt	-0.9ppt	26.7%	26.3%	1.4ppt	1.8ppt

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表10: 盈利预测调整

(百万元)	2017E	2017E	2017E
营业收入	206,774	209,276	1.2%
经营利润	68,283	70,436	3.2%
Non-GAAP净利润	57,349	59,149	3.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表11: 季度财务数据

利润表(百万人民币)	2014	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
营业收入	78,932	102,863	31,995	35,691	40,388	43,864	151,938	47,220	50,780	54,359	56,917	209,276	263,331
营业成本	(30,873)	(41,631)	(13,406)	(15,235)	(18,560)	(20,238)	(67,439)	(21,748)	(24,044)	(26,557)	(26,955)	(99,304)	(127,647)
毛利总额	48,059	61,232	18,589	20,456	21,828	23,626	84,499	25,472	26,736	27,802	29,962	109,972	135,684
销售费用	(7,797)	(7,993)	(2,032)	(2,365)	(3,277)	(4,462)	(12,136)	(3,305)	(3,555)	(4,621)	(5,692)	(17,172)	(20,540)
管理费用	(14,155)	(16,825)	(4,368)	(5,299)	(5,883)	(6,909)	(22,459)	(6,847)	(7,414)	(7,936)	(8,538)	(30,735)	(38,183)
其他(净值)	4,435	4,213	1,209	1,537	1,792	1,675	6,213	1,889	2,031	2,174	2,277	8,371	10,533
营业利润	30,542	40,627	13,398	14,329	14,460	13,930	56,117	17,208	17,799	17,419	18,010	70,436	87,495
财务费用(净值)	(1,182)	(1,618)	(491)	(377)	(604)	(483)	(1,955)	(491)	(377)	(604)	(854)	(2,326)	(3,950)
投资收益(对联营企业)	(347)	(2,793)	(1,089)	(292)	(619)	(522)	(2,522)	(500)	(500)	(500)	(500)	(2,000)	(1,600)
税前利润	29,013	36,216	11,818	13,660	13,237	12,925	51,640	16,217	16,922	16,315	16,656	66,110	81,945
所得税	(5,125)	(7,108)	(2,550)	(2,780)	(2,461)	(2,402)	(10,193)	(3,406)	(3,384)	(2,937)	(3,331)	(13,058)	(15,570)
净利润	23,810	28,806	9,183	10,737	10,646	10,529	41,095	12,662	13,387	13,229	13,175	52,452	65,775
Non-GAAP净利润	24,224	32,261	10,032	11,319	11,737	12,332	45,420	14,173	15,012	14,968	14,996	59,149	74,202
增长分析													
收入同比增长	30.6%	30.3%	42.8%	52.3%	51.9%	44.1%	47.7%	47.6%	42.3%	34.6%	29.8%	37.7%	25.8%
收入环比增长			5.1%	11.6%	13.2%	8.6%		7.7%	7.5%	7.0%	4.7%		
净利润同比增长	53.6%	21.0%	33.4%	46.8%	43.0%	47.0%	42.7%	37.9%	24.7%	24.3%	25.1%	27.6%	25.4%
净利润环比增长			28.2%	16.9%	-0.8%	-1.1%		20.3%	5.7%	-1.2%	-0.4%		
盈利分析													
毛利率	60.9%	59.5%	58.1%	57.3%	54.0%	53.9%	55.6%	53.9%	52.7%	51.1%	52.6%	52.5%	51.5%
总费用率	22.2%	20.0%	16.2%	17.2%	18.2%	22.1%	18.7%	17.5%	17.6%	19.1%	21.0%	18.9%	18.3%
销售费用率	9.9%	7.8%	6.4%	6.6%	8.1%	10.2%	8.0%	7.0%	7.0%	8.5%	10.0%	8.2%	7.8%
管理费用率	17.9%	16.4%	13.7%	14.8%	14.6%	15.8%	14.8%	14.5%	14.6%	14.6%	15.0%	14.7%	14.5%
营业利润率	38.7%	39.5%	41.9%	40.1%	35.8%	31.8%	36.9%	36.4%	35.1%	32.0%	31.6%	33.7%	33.2%
净利率	30.2%	28.0%	28.7%	30.1%	26.4%	24.0%	27.0%	26.8%	26.4%	24.3%	23.1%	25.1%	25.0%
有效税率	17.7%	19.6%	21.6%	20.4%	18.6%	18.6%	19.7%	21.0%	20.0%	18.0%	20.0%	19.8%	19.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

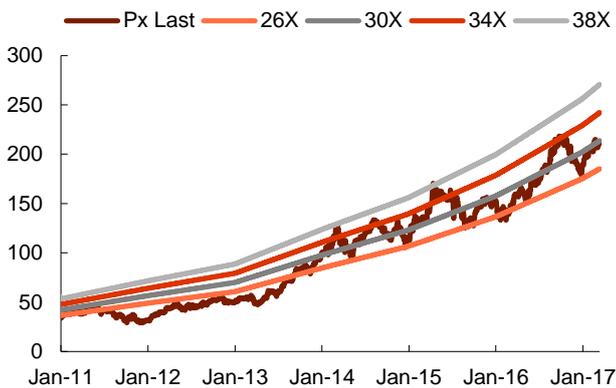


图表 12: 可比公司数据

公司	代码	股价货币	会计报表货币	评级	股价 2017-03-22	市值 (百万美元)	交易量	PEG 16E	市盈率			非通用准则市盈率			扣除现金后的市盈率			市销率		
									15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A	16E	17E
中国互联网																				
综合网站																				
腾讯	700-HK	HKD	CNY	BUY	225.4	275,014	16.9	1.2	59.0	45.5	34.6	52.4	42.0	32.9	51.9	41.1	31.1	16.8	12.5	9.2
百度	BIDU-US	USD	CNY	HOLD	171.4	59,460	2.3	n.a.	11.2	41.9	34.2	33.1	36.3	30.9	29.5	31.6	25.2	4.4	4.5	3.8
网易	NTES-US	USD	CNY	BUY	282.67	37,482	1.4	0.5	34.6	23.3	18.4	31.6	21.4	17.2	28.6	19.6	15.4	10.3	6.9	5.0
新浪	SINA-US	USD	USD	BUY	69.88	4,882	0.9	n.a.	162.5	21.6	33.7	78.5	50.7	31.7	156.4	26.4	24.5	5.5	4.8	3.5
搜狐	SOHU-US	USD	USD	HOLD	40.85	1,586	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	1.0	0.9
58同城	WUBA-US	USD	USD	HOLD	37.19	5,386	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	79.3	n.a.	n.a.	76.0	6.3	3.9	3.4
电子商务																				
京东	JD-US	USD	CNY	BUY	30.32	43,305	7.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	157.1	n.a.	n.a.	139.4	1.3	1.0	0.7
聚美优品	JMEI-US	USD	USD		3.58	525	0.4	0.3	25.6	n.a.	n.a.	27.5	7.2	5.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	0.2	0.2
唯品会	VIPS-US	USD	CNY	HOLD	13.54	7,989	6.5	0.3	31.0	27.8	21.2	24.5	20.1	16.8	31.6	19.2	15.6	1.1	0.8	0.7
在线旅游																				
去哪儿	QUNR-US	USD	CNY	BUY	30.41	4,506	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	334.2	n.a.	n.a.	90.0	n.a.	n.a.	81.4	6.7	6.5	4.7
途牛	TOUR-US	USD	CNY	BUY	8.23	1,037	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	0.6	0.5
网络游戏																				
畅游	CYOU-US	USD	USD	HOLD	29.84	1,560	0.2	n.a.	7.3	11.9	9.1	7.1	11.0	9.1	1.5	n.a.	n.a.	0.7	1.0	0.9
博雅互动	434-HK	HKD	CNY		4.55	449	4.3	n.a.	7.3	9.9	9.4	21.4	10.6	10.2	11.5	6.2	5.3	3.5	4.2	3.9
云游控股	484-HK	HKD	CNY		8.01	142	0.2	n.a.	n.a.	15.8	7.4	n.a.	15.8	7.4	1.5	n.a.	n.a.	1.7	n.a.	n.a.
IGG	799-HK	HKD	USD	BUY	8.21	1,420	22.0	n.a.	35.3	21.2	9.6	35.3	20.7	13.1	30.7	18.1	11.0	7.0	4.3	2.9
网龙	777-HK	HKD	CNY		24.35	1,551	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	3,478.6	n.a.	n.a.	3,478.6	n.a.	n.a.	3,386.9	7.7	3.9	3.3
联众国际	6899-HK	HKD	CNY	BUY	3.18	322	1.5	n.a.	17.7	13.5	9.9	17.7	12.5	10.0	14.5	10.1	7.9	2.6	2.3	1.9
天鸽互动	1980-HK	HKD	CNY		5.18	867	5.5	n.a.	34.4	26.4	18.1	34.4	27.3	18.6	25.9	n.a.	n.a.	8.1	7.1	5.4
欢聚时代	YY-US	USD	CNY	BUY	47	2,608	1.3	n.a.	16.1	14.1	10.7	13.9	12.5	10.0	13.7	10.2	7.1	1.9	1.5	1.2
垂直门户																				
凤凰新媒体	FENG-US	USD	CNY	BUY	3.47	248	0.1	n.a.	21.0	99.1	26.7	10.9	52.6	28.4	n.a.	33.5	n.a.	0.4	0.5	0.5
500彩票网	WBAI-US	USD	CNY		12.86	534	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27.6	n.a.	n.a.
前程无忧	JOBS-US	USD	CNY		37.02	2,183	0.1	n.a.	22.4	31.4	21.4	20.6	23.5	19.4	15.0	20.0	15.2	6.9	6.4	5.6
汽车之家	ATHM-US	USD	CNY	BUY	32.27	3,711	1.0	n.a.	23.0	22.8	18.4	21.3	19.7	16.1	21.7	16.6	12.6	6.7	4.2	4.3
易车	BITA-US	USD	CNY	HOLD	24.62	1,741	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28.3	36.5	19.6	26.1	30.8	21.8	2.7	2.1	1.7
教育																				
好未来	TAL-US	USD	USD	BUY	101.26	8,325	0.5	1.3	79.1	82.5	52.3	68.0	64.7	42.1	64.6	58.2	34.1	7.6	4.6	3.1
新东方	EDU-US	USD	USD	BUY	57.48	9,063	1.0	1.3	40.2	35.0	26.6	37.3	31.8	24.1	32.9	27.2	19.5	6.1	5.1	4.3
51 Talk	COE-US	USD	CNY		18.61	373	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.9	1.1	0.5
达内教育	TEDU-US	USD	USD		17.96	1,037	0.4	0.6	33.9	28.6	22.1	31.0	23.2	20.3	33.2	20.0	16.5	4.5	3.6	2.9

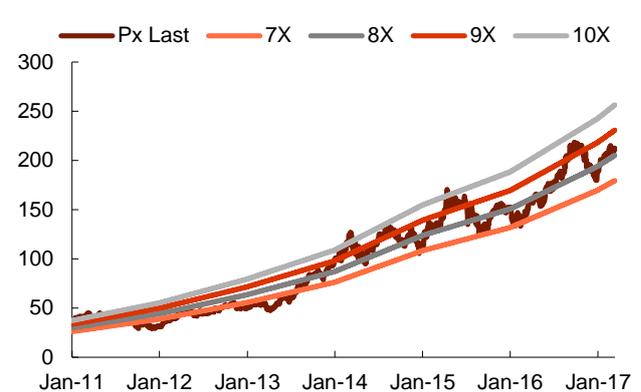
注: 绿色部分为中金覆盖公司; 所有财务数据基于彭博一致预期。
资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 13: 市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 14: 市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 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

翻译：张昕月

编辑：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

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

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
磐基中心商务楼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A座6层
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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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



CICC
中金公司

