



2013年10月15日
公司报告
评级: 买入
目标价: 479 港元

股价(HK\$)	419.0
预期股票回报	14.32%
预期股息收益率	0.36%
预期总回报	14.68%
前期报告评级	首次覆盖 买入
前次报告日期	--

分析员: 陈宜熹
电话: (852) 2147 8819
电邮: markchen@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低 (港元)	427.4/237.0
发行股数 (百万)	1,859.4
市值 (百万港元)	779,101
3 个月日均成交额(百万港元)	1454
大股东及持股(%):	
Naspers Limited	33.9
马化腾	10.2

来源: 公司、彭博、农银国际证券

1H13 收入构成 (%)

增值 业务 VAS	76.68
在线广告	7.69
电子商务	14.72
其他业务	0.91
合计	100.00

来源: 农银国际证券

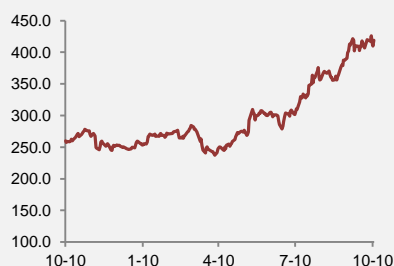
股价表现(%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	2.0	0.7
3 个月	27.0	18.3
6 个月	71.3	64.2

*相对恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

1 年期股价表现(HK\$)



来源: 彭博、农银国际证券

腾讯控股(700 HK)-首次推荐

移动互联网助力, 聊出光明“钱”途; 评级“买入”

腾讯是中国互联网及媒体行业的顶级运营商。其即时通软件 QQ 在今年 2 季度拥有的月度活跃用户数达到 8.18 亿, 在该领域拥有霸主地位。预计它的移动即时通讯软件微信(WeChat)的覆盖广度和深度将进一步提升, 强化集团在电子商务和在线广告等业务的发展, 并推动这两大业务成为集团未来盈利增长的强大驱动力。腾讯目前所持有的良好基本面, 其在中国即时通讯市场的领导地位和在线电子商务及网上金融等领域的高增长潜力, 均令我们看好其盈利前景, 因此在首次推荐研究报告中赋予其“买入”评级。基于 0.8 倍的 PEG 估值, 我们设定其 12 个月目标价 479 港元, 对应 2014 年预测市盈率 32.4 倍, 2014 年预测市账率 9.8 倍。

中国最大的在线社区。腾讯拥有中国目前最大的即时通讯网络社区。其即时通讯软件 QQ 在今年 2 季度拥有的 MAU (月度活跃用户数) 达 8.18 亿。由于 MSN 退出除中国以外的区域, 腾讯有望吸引以前使用 MSN 的高端用户。庞大且多元化的用户群体和免费的基本服务(如电子邮件、博客等), 为腾讯在互联网和媒体行业的其他竞争同行筑起了高进入壁垒。

微信/WeChat 将进一步奠定腾讯在移动社区网络的地位。截至今年 2 季末, 腾讯的微信(含 WeChat) MAU 合并量高达 2.36 亿, 同比增长 177%。由于其不断进行产品创新, 以及良好用户体验, 微信继续保持用户数量的高速增长, 并巩固了其在中国智能手机社区的领先市场地位。

加速实现盈利, 业务线条多元化。近几年来, 集团固网和移动网平台的 VAS (增值服务) 均出现高增长。2003-12 年间, 在线 VAS 收入的复合增长率达 57.52%, 而 2008-12 年间移动增值服务收入的复合增长也达到 57.38%。鉴于中国的互联网普及率已经较高(2012 年底为 42%), 我们预期公司有可能难以长期保持如此高的增速, 但集团未来将进一步多元化业务条线, 通过业务组合发展, 预期有望维持超过 55% 的毛利率。

近期的利好因素包括: 1) 中国政府计划提高宽带速度和宽带渗透率, 并推出多项政策及措施; 2) 中国移动互联网业务的迅速扩大, 将重塑现有商业模式和产业价值链, 拥有强有力即时通讯社区网基础的腾讯更有利于迎接这一行业变革; 3) 电子商务和网上支付方式在中国日益普及, 而腾讯庞大的客户群将有助于集团利用这一商机, 迅速实现业务盈利。

首次评级“买入”, 目标价 479 港元: 基于 0.8 倍的 PEG 估值, 我们设腾讯 12 个月目标价为 479 港元, 对应 2014 年预测市盈率 32.4 倍, 2014 年预测市账率 9.8 倍。我们目标价预期 2013-15 年之间每股盈利的复合增长率为 44%。

风险因素 (以下因素有可能对我们的估值判断构成风险): 1) 中国政府对电子商务行业加强监管产生的风险; 2) 用于微信的市场推广及营销成本意外增加但盈收不佳, 使微信平台的盈利能力可能令市场失望; 3) 来自国内电子商务公司的竞争日趋激烈; 4) 电脑网络游戏的增长幅度意外放缓; 5) 2013 年下半年的利润比上半年减少或低于预期。

业绩表现及估值

截止12月31日财年	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入(百万人民币)	28,496	43,894	63,856	99,410	142,686
收入同比变化 (%)	45.05	54.03	45.48	55.68	43.53
净利润 (百万人民币)	10,203	12,732	15,481	21,891	32,437
净利润同比变化 (%)	26.69	24.78	21.59	41.40	48.18
每股盈利 (人民币元)	5.49	6.83	8.28	11.64	17.17
每股盈利同比变化 (%)	26.85	24.46	21.24	40.53	47.50
每股净资产 (人民币元)	15.32	22.16	28.83	38.73	53.10
每股净资产同比变化(%)	29.22	44.72	30.07	34.34	37.12
每股派息(人民币元)	0.75	1.00	1.17	1.68	2.45
市盈率 P/E (倍)	-	48.28	39.83	28.34	19.21
市净率 P/B (倍)	-	14.89	11.44	8.52	6.21
股息收益率 (%)	-	0.30	0.36	0.51	0.74
平均净资产收益率(%)	40.63	36.50	32.53	34.56	37.47
平均总资产收益率(%)	17.96	16.92	17.10	18.87	21.83
净债/净资产比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 彭博, 农银国际证券预测



目录

腾讯控股(700 HK)-首次推荐	1
投资亮点	3
业务分析	6
同业比较	21
估值与评级	23
财务预测	24
合并损益表 (2011A-2015E)	25
合并资产负债表 (2011A-2015E)	25
现金流量表 (2011A-2015E)	26
部分财务指标(2011A-2015E)	26
风险因素	27
常用术语	28
权益披露	29

注：常用术语的释义可参阅本报告 P27

投资亮点

正面因素

1. 庞大的用户规模筑起高行业门槛

在中国，腾讯拥有最大的在线和手机社区。MSN Messenger 退出除中国以外其他区域的举动则进一步加强了腾讯在 IM（即时通讯）市场的霸主地位。2 季度，腾讯的主要产品 QQ 拥有超过 8 亿的活跃用户，覆盖中国各个年龄段和收入阶层的互连网用户。由于互联网/手机用户倾向于在同一网络社区内消费，其广泛的用户覆盖程度为腾讯未来开拓各种产品线奠定了坚实的基础，也为潜在的竞争对手筑起了一道颇高的行业门槛。

2. 网络/手机游戏的强劲增长

腾讯网游业务一直保持着强劲的增长。2009 年 2 季度，其高级休闲游戏（ACG）平均每个用户收入（ARPU）值区间为 30-55 元（人民币，下同），而截止今年 2 季度，这一区间值已经提升至 65-155 元，而同期的平均同时在线用户数（ACU）也从 100 万劲升到 580 万（期间年复合增长率高达 55.19%）。

此外，大型多人在线游戏（MMOG）的 ARPU 值从 2009 年 2 季度的 60-90 元上升至今年 2 季度的 185-240 元，而期内 MMOG 的 ACU 复合增长率达到 8.78%。我们预计腾讯未来网游业务将继续傲视同业。

近期，腾讯利用 WeChat/微信平台，推出了几款手机游戏。这些游戏已经成功地吸引了大量的玩家，并深受智能手机用户喜爱。手机游戏将 WeChat/微信社区内的用户联系得更加紧密，有助于放大网络社区圈子的影响力。

3. 提升后的微信平台有望让集团加速实现盈利

微信是中国领先的智能手机社区，对应的海外版本为 WeChat（使用微信的技术，但主要针对海外用户）。

腾讯/WeChat 已推出最新版 V5.0，集电子商务、网上支付和网上游戏等多项功能于一体，而且在 iOS 和 Android 操作系统上均有对应版本可以应用。相比 WhatsApp 和 Line，WeChat/微信拥有更多的功能（详细对比情况请参阅 P21 页）。

通过积极的市场推广及宣传活动，腾讯已经成功地扩大了国内外市场的 WeChat/微信用户基数。截至今年 2 季度底，WeChat 和微信月活跃用户合并起来达到了 2.36 亿，同比增长 177%。

我们相信，微信/WeChat 将继续帮助腾讯扩大服务范围和开创新的商业机会，尤其是在线游戏、电子商务和网上金融服务领域。我们相信该平台将为移动增值服务（MVAS）提供强有力的支持。

4. 电子商务带来巨大商机

腾讯已经为电子商务业务建立起全面的服务平台，其包括以下产品/服务：

- B2C 开放平台
- C2C 市场
- 生活服务
- O2O（线上至线下）电子商务服务
- 在线支付

今年 2 季度，腾讯电子商务板块的收入达到 21.99 亿，同比和环比增长分别高达 157% 和 15%，用户规模扩大以及自营业务（即无第三方参与代理而主要由公司



自己运营的业务)的每单营业额的提升,是腾讯公司电子商务板块收入增长的主要驱动因素。我们相信,电子商务板块将成长为集团未来的驱动力。



负面因素

1. 微信的营销开支可能会影响利润率

腾讯正在寻求利用 WeChat 平台来开拓海外市场,该战略已经取得初步的成功 – 密集的营销下,集团海外用户数量已经从今年 4 月的 4 千万上升到 7 月的 1 亿。但同时,集团的销售及市场推广开支也从 1 季度的 9.62 亿(占收入的 7.1%)上升至 28% 至 12.34 亿(占收入的 8.6%),拖累同期的利润率。我们预期,下半年销售费用开支将继续影响利润率和同期利润。因此,我们预测集团下半年利润将和上半年基本持平。

2. 电子商务业务有可能影响利润率

腾讯的电子商务业务仍处于早期发展阶段,大量的市场营销和系统建设仍是必需的工作,而且中国 B2C 电子商务市场的价格竞争异常激烈。我们相信,腾讯电子商务业务未来的发展会是投资者关注的焦点之一。

受益于用户体验增强、产品种类增加和地域覆盖度的扩大,今年 2 季度腾讯电子商务自营交易额继续取得强劲的收入增长。另一方面,由于产品选择度和客户服务的改善,市场平台收入也大幅上升。该板块第 2 季度的毛利率高于去年 2 季度的 2.51%,但是环比出现下降,从今年 1 季度的 6.88% 下跌到 2 季的 5.74%。尽管如此,由于电子商务业务仍处于起步阶段,仅约占集团 2012 财年收入的 10%,短期内其不太可能大幅度地拖累集团的整体毛利率;而且我们相信,未来两到三年电子商务业务的毛利率将有所提高。

3. 即时通讯产品和电子商务业务面临激烈竞争

2013 年 9 月 24 日,阿里巴巴推出了自己的即时通讯产品,来往 V4.0。由于阿里巴巴拥有国内最大的电子商务平台和非银行系统的网上支付平台支付宝,来往这款产品被认为是 QQ 的一个主要竞争对手。来往将帮助用户在虚拟社区内增加彼此之间的互动。由于腾讯的电子商务业务仍处于起步期,来往这一平台可能会吸引腾讯电子商务业务的活跃用户。

然而,我们并不认为来往会对 QQ 以及腾讯在即时通讯市场的霸主地位构成很大的威胁。现有的 QQ 用户围绕各种 QQ 产品已经建立了自己的社交圈子,他们不会只因为阿里巴巴在电子商务领域的声誉就转用来往。QQ 被看作是一个社交门户网站,而大多数时候阿里巴巴被认为是电子商务服务提供商,因此其可能无法对 QQ 用户构成足够的吸引。在我们看来,来往的出现更多的是阿里巴巴用来防御腾讯进攻电子商务领域的工具。

业务分析

1. 中国互联网行业尤其是虚拟社区领域的领跑者

在中国，有超过 84% 的互联网用户频繁使用即时通软件，使其成为中国最流行的应用程序（搜索引擎是排名第二的流行应用程序，中国有 80% 的互联网用户经常使用搜索引擎）。

而在中国的虚拟社区中，腾讯无疑是领跑的运营商。腾讯在即时通讯服务领域拥有最大的市场份额，截止今年第 2 季度，它拥有的月度活跃用户数已经达到 8.18 亿。

图表 1: 中国主要的即时通讯软件日均覆盖人数排名 (截止 2013 年 8 月)

排名	软件	日均覆盖人数 百万人	日均网民到达率 %
1	腾讯 QQ	209.82	70.0
2	阿里旺旺	4.57	15.2
3	飞信	15.05	5.0
4	歪歪	8.16	2.7
5	MSN	4.92	1.6

来源: iResearch

图表 2: 即时通讯软件有效使用时间排名(截止 2013 年 8 月)

排名	软件	月度有效使用时间 百万小时	月度有效使用时间比例 %
1	腾讯 QQ	3199.48	86.6
2	阿里旺旺	228.20	6.2
3	歪歪	97.00	2.6
4	飞信	51.87	1.4
5	腾讯 TM	36.22	1.0

来源: iResearch

在过去十年中，腾讯的收入和盈利大幅增长。其拥有多元化的业务组合，专注于构建用户平台，并强调建立稳健的产业价值链，令集团能够在高速发展和瞬息万变的互联网领域中保持强劲增长。

图表 3: 腾讯业务模式及收入来源

增值服务(占 2013 第 2 季度收入的 75%)	在线广告 (占 2013 第 2 季度收入的 9%)	电子商务 (占 2013 年第 2 季度收入的 15%)
社交网络 (占 2Q13 收入的 22%) 在线游戏 (占 2Q13 收入的 53%)	品牌展示 效果展示 (Performance Display) 搜索	自营业务 代理
按服务项目收费	按流量收费	1.按成交总额 GMV 2.按服务收费/ 提成 3.按流量收费

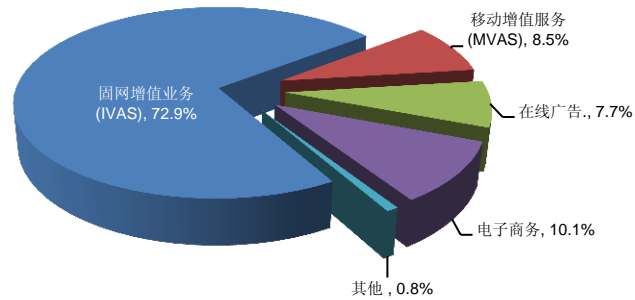
产品有: QQ 即时通, Qzone (腾讯空间), QQ.com (腾讯网站), QQ Game (腾讯游戏)

腾讯对于社区基本服务实施免费, 以吸引新用户并提升用户的互动。

来源: 公司, 农银国际证券

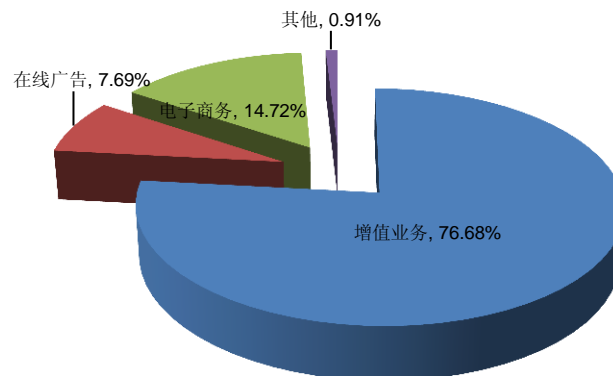
2012年，集团的收入来自三大板块，即固网及移动增值服务(81.4%)、在线广告(7.7%)和电子商务(10.1%)。其中，电子商务迅速增长，对集团利润的贡献从2012全年的10.1%上升到2013年上半年的14.72%。

图表 4: 腾讯 2012 年全年收入分布

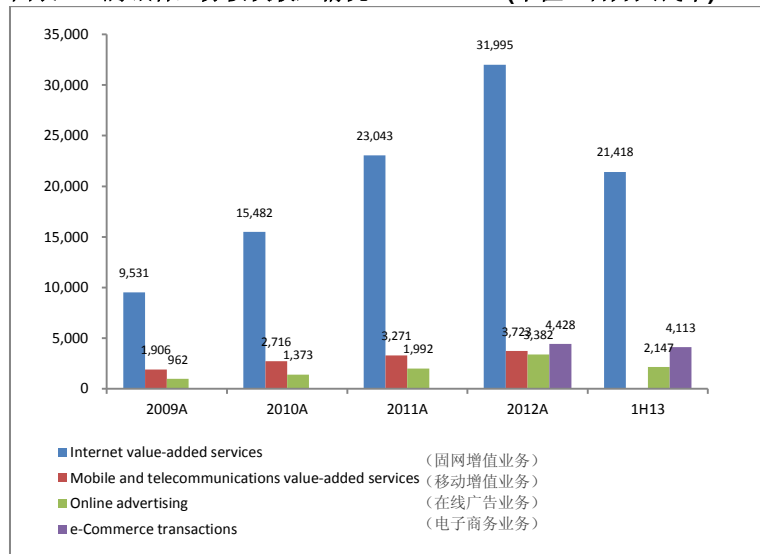


来源：公司，农银国际证券

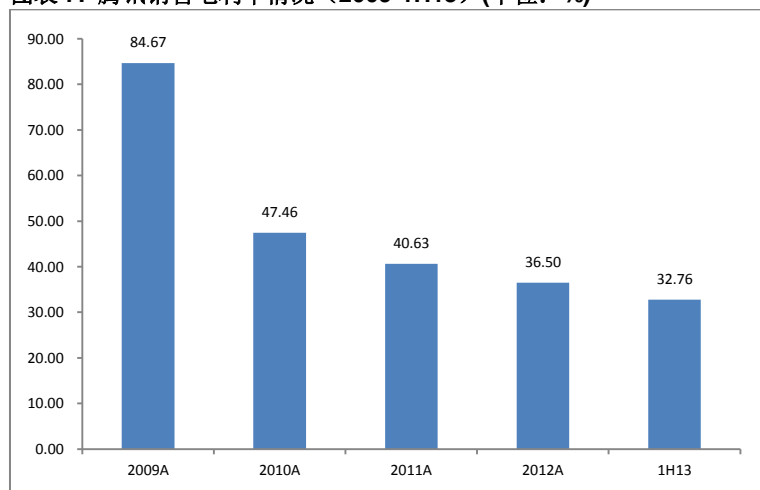
图表 5: 腾讯 2013 年上半年收入分布情况



来源：公司，农银国际证券

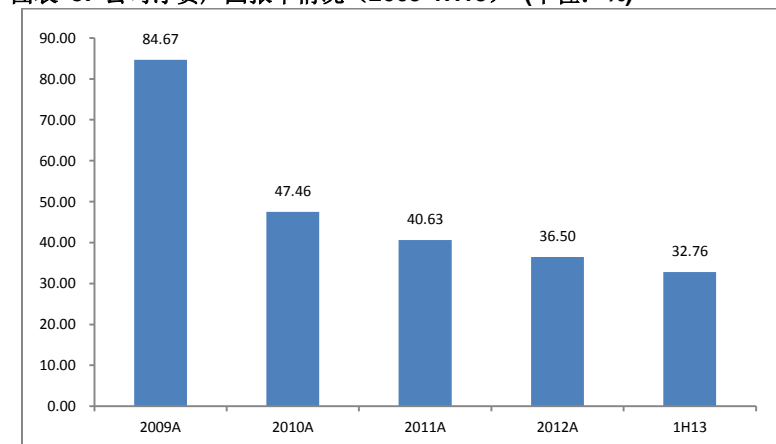
图表 6: 腾讯各业务板块收入情况 2009-1H13 (单位: 百万人民币)


来源: 公司, 农银国际证券

图表 7: 腾讯销售毛利率情况 (2009-1H13) (单位: %)


来源: 公司, 农银国际证券

随着毛利率较低的电子商务和在线广告业务贡献的利润增加, 腾讯整体销售毛利率出现放缓趋势。我们预计其毛利率持续缓慢下行, 但会随着电子商务业务的成熟, 在 2017/18 左右趋于稳定。

图表 8: 公司净资产回报率情况 (2009-1H13) (单位: %)


来源: 公司, 农银国际证券

腾讯的净资产回报率在近几年出现下滑, 但降幅不断收窄。我们预计公司的净资产回报率将在 2014 年左右, 随着各项业务的成熟而趋于稳定。

2. 增值服务业务：主营收入保持良好势头

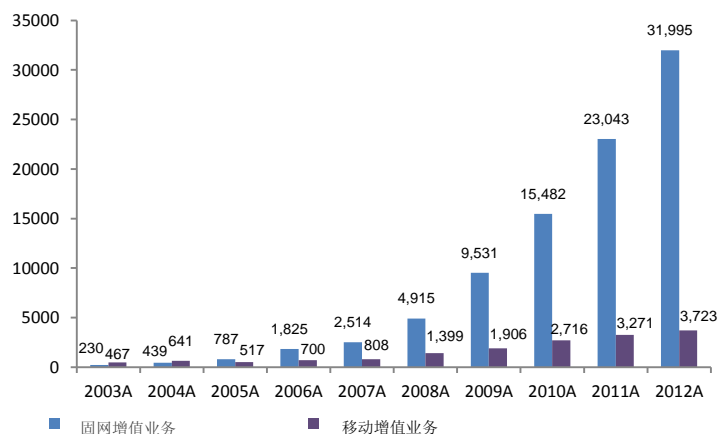
增值服务包括互联网增值服务和移动及电信增值服务，2012 年，该项业务板块对腾讯的收入贡献比例达到 81.4%。

增值服务平台：互联网增值服务 + 移动及电信增值服务

增值服务内容：网络游戏+社交网络

互联网增值服务是以 PC 为主要平台的固网增值服务，而移动及电信增值服务是以移动网络为主要平台的业务。腾讯的增值服务主要为客户提供两大服务：i) 网络游戏，及 ii) 社交网络（包括网络社区和开放平台）

图表 9：互联网增值服务 IVAS 和移动增值服务 MVAS 的增长情况（2003-12）



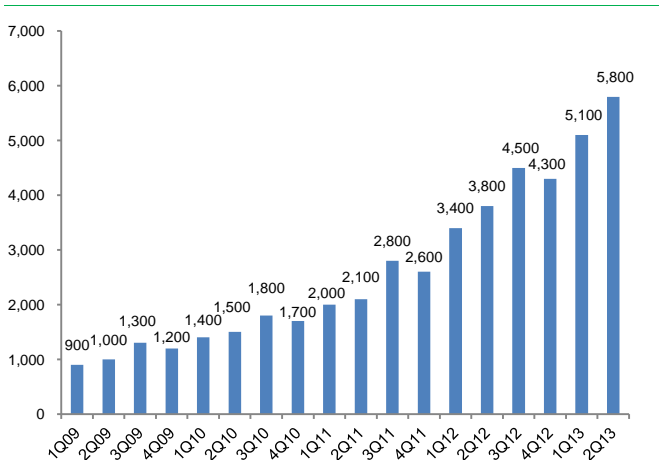
来源：公司，农银国际证券

2012 年，在主要产品和自主研发的包括御龙在天和轩辕传奇等游戏的带动下，腾讯进一步奠定了其国内网络游戏市场的领导地位。凭借在线游戏英雄联盟的成功，腾讯在国际市场上同样取得显著的增长。QQ 游戏平台受益于用户在线时间的增加，今年 2 季度的 PCU 达到 840 万户。

我们预计腾讯将通过扩大游戏产品组合和提高互联网及移动游戏的渗透率来巩固其在行业内的领导地位。另一方面，其在国际市场上的努力也将未来为集团带来利润。

图表 10：ACG 游戏平台的平均同时在线人数（1Q09-2Q13）

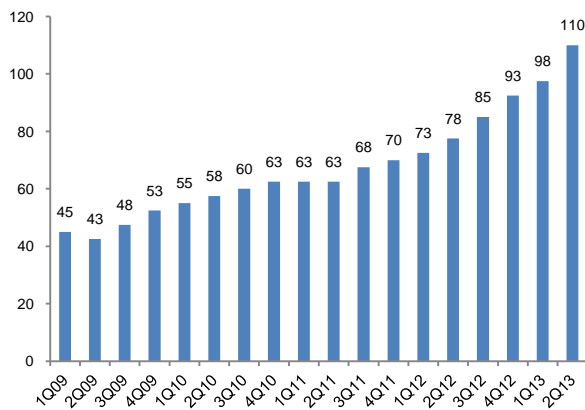
(单位：千人)



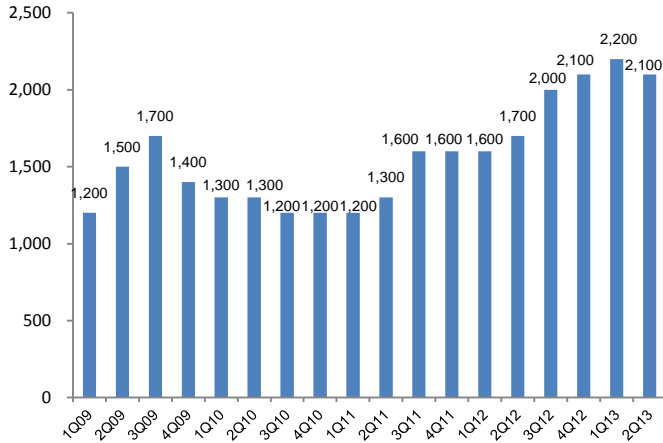
来源：公司，农银国际证券

图表 11：ACG 游戏平台的 ARPU 值中位数 1Q09-2Q03

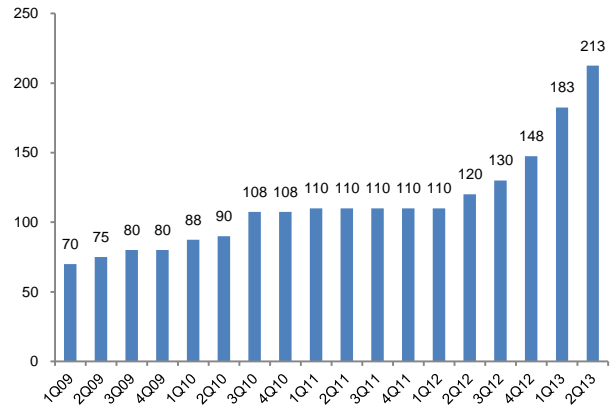
(单位：人民币元)



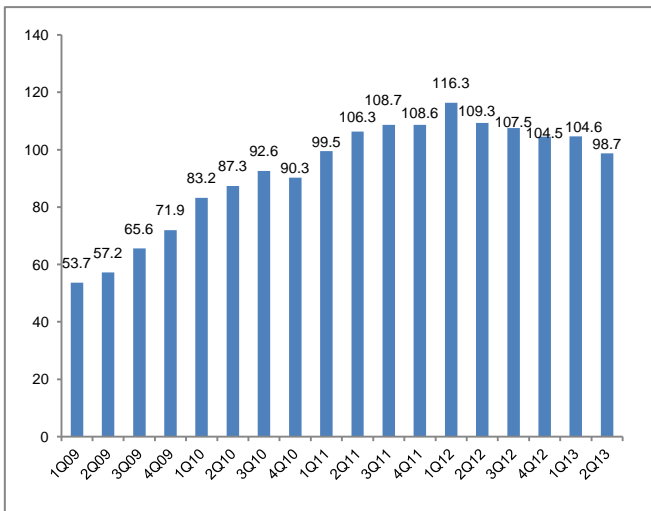
来源：公司，农银国际证券

图表 12: 大型多人在线游戏(MMOG)平均同时在线人数 1Q09-2Q13 (单位: 千人)


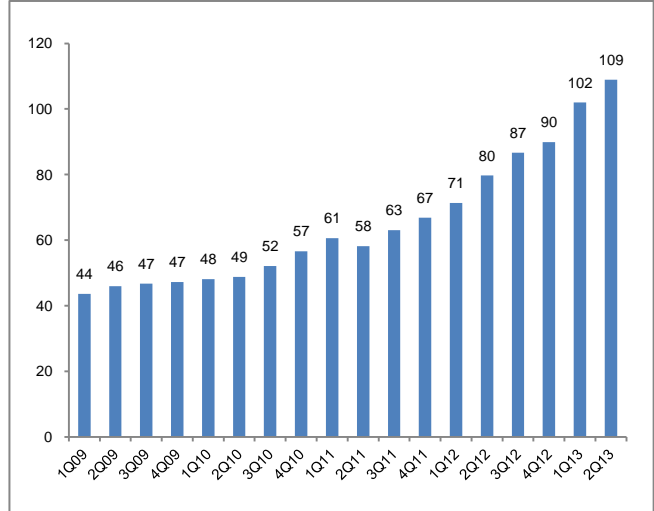
来源: 公司, 农银国际证券

图表 13: 大型多人在线游戏的 ARPU 值中位数 1Q09-2Q03 (单位: 人民币元)


来源: 公司, 农银国际证券

图表 14: 收费增值服务订户数 1Q09-2Q13 (单位: 百万)


来源: 公司, 农银国际证券

图表 15: 收费增值服务 ARPU 值 1Q09-2Q03 (单位: 人民币元)


来源: 公司, 农银国际证券



图表 16: 增值服务及收费服务概况表 (如无特别说明, 以下均为截止2Q13数据
(网络增值服务收费注册总数: 98.7百万)

服务/产品	收费	用户基础数据
a) 社交网络:		
QQ 会员	RMB10/月	公司未予披露
Super QQ Membership	RMB20/月	公司未予披露
QQ空间 (QZone)	基本服务免费; VIP会员月费10元; 另有其他收费项目	MAU: 626百万人 智能手机的QQ空间MAU人数: 357百万
腾讯微博	基本服务免费; VIP会员月费10元;	2Q13日活跃用户数: 85百万
QQ 秀	基本服务免费; VIP会员月费10元; 另有其他收费项目	公司未予披露
QQ 音乐	基本服务免费; VIP会员月费10元; 另有其他收费项目	公司未予披露
QQ 邮箱	免费	每月ACU: 274百万
移动增值服务 Mobile VAS	VIP会员月费为人民币5-15元; 另有其他收费项目每项1-2 元	公司未予披露
b) 在线游戏:		
QQ 游戏平台	VIP会员月费10-15元人民币; 另有其他按项目计费	PCU: 8.4百万 ACU: 4.1百万
ACGs 游戏平台	VIP会员月费10-30元人民币; 另有其他按项目计费	PCU: 16.8百万 ACU: 5.8百万
MMOGs 游戏平台	VIP会员月费20元人民币; 另有其他按项目计费及按时收费	PCU: 5.8百万 ACU: 2.1百万
移动游戏平台	VIP会员月费10元人民币; 另有其他按项目计费	公司未予披露

来源: 公司网站

注: 表中有关术语的具体释义及计算方法, 请以腾讯公司网站的 (英文) 内容为准。

腾讯的 IVAS 和 MVAS: 在提升公司安全级数同时, 创造极大的增长空间

腾讯公司 IVAS 和 MVAS 收入增长在 2009 至 2012 年期间, 创造了高达 50% 及 25% 的复合增长率。公司在 2013 年 7 月发布微信 V5 版本, 深受中国市场用户的欢迎和好评。我们预计会有更多的智能手机和电脑用户未来会愿意成为腾讯的付费用户, 尤其是 MVAS 的付费业务收入增长在未来几年将呈现较快增长。

此外, 公司在 2011 年中启动腾讯开放平台, 让各程序的开发者通过腾讯的各种产品渠道 (包括 QQ 即时通、社交网络如 QQ 空间及腾讯微博等), 向腾讯的用户发布自己的应用产品。腾讯在今年召开的合作伙伴大会上宣布, 从 2011 年至今年 4 月, 这一开放平台分给开发者的收入累计已经高达 30 亿元人民币。

腾讯会向开放平台的研发者采取了形式灵活的多层次收费模式, 享受的分成比例在 0%- 50% 之间。预计随着更多合作伙伴的加入, 腾讯可以以更低的研发成本及市场推广费用向它的现有客户提供各项应用, 这有助于提升整个公司的竞争力及 VAS 业务的利润率。

我们认为, 腾讯将会继续利用现有的庞大客户基础, 把各项 VAS 业务整合起来并向移动网渗透, 这将在电脑及智能手机平台上大大提升其游戏与 SNS 业务的经营效率。

3. 在线广告：快速增长的业务板块

腾讯的在线广告业务收入在 2012 年占总收入的 7.7%，似乎不算高，不过，如果从该业务的金额绝对值灭菌看，其 2009 年至 2012 年的复合年增长率高达 37%。

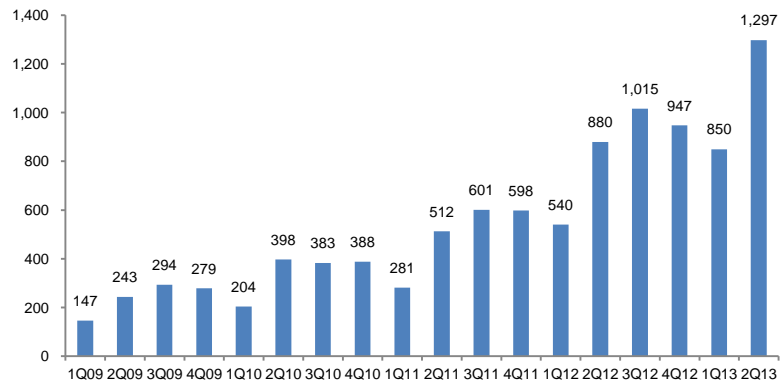
腾讯的在线广告业务主要由品牌展示和效果展示以及搜索业务构成。有关业务情况如下：

图表 17: 在线广告业务情况

服务/产品	收费情况	用户基础
品牌展示	主要在QQ网站；在线视频平台；QQ即时通平台；智能手机搜索引擎；以CPT或CPD方式收费	在2Q13约有1,000个品牌展示广告
效果展示	主要在社交网，QQ空间及微博区；文字及移动广告均有；以CPC 或 CPA模式，通过竞价收费或通过CPM方式收费	未披露
搜索引擎	在搜搜及拍拍的搜索结果中运用；用关键词竞价模式；定价采用CPC方式	未披露

来源：公司，农银国际证券

图表 18: 在线广告收入情况（1Q09~2Q13）（单位：百万人民币）



来源：公司

受季节性影响，以及效果展示广告与视频广告业务的持续推动，今年第 2 季度，腾讯在线广告收入按季增长了 53%至 1,297 百万元人民币。

我们预计该业务在未来几年将会持续增长。我们认为，尤其是效果展示模式和视频模式将会增长迅速。不过，该业务板块对于整体收入的贡献率将大约保持在 12%左右的水平，主要原因是电子商务业务板块的增长会更快一些。

投资搜狗分析：有利腾讯搜索及广告业务

今年 9 月 16 日，腾讯宣布，战略性地投资“搜狗”（Sogou，占中国搜索市场约 10.8%的搜索引擎）。腾讯买入搜狗 36.5% 的股权，并且有权在未来一段时间把股权增持至 40%。

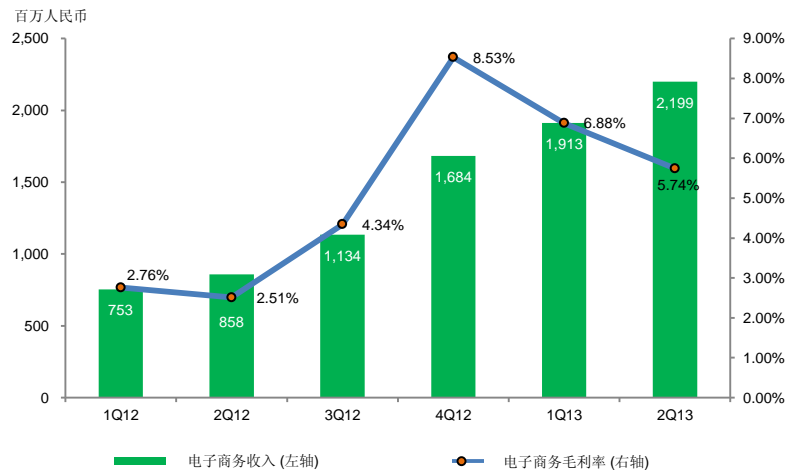
我们认为腾讯此举是希望把搜狗同腾讯现有的搜索引擎搜搜（Soso）进行整合。搜搜在中国市场的市占率约 4.3%。如果能完成整合，对腾讯在中国互联网搜索市场的地位将大有裨益。这一交易也有助于腾讯提升旗下各产品线的交叉销售，同时有助于提升广告业务收入。

4. 电子商务：长期发展驱动力

腾讯本身的电子商务业务发展起步较晚，从 2012 年第 1 季度才开始披露相关业务的数据。在 2012 年，腾讯扩大了 B2C 的电子商务模式。尽管近年中国的电子商务竞争激烈，但腾讯的这一业务不论在交易量还是在为公司的创收方面，均取得显著的增长。

腾讯的电子商务业务仍然处于起步阶段，毛利率仍然有波动。但是我们预计该项业务将会取得较大发展，毛利率将会获得提升。

图表 19: 腾讯的电子商务收入情况 (1Q09~2Q13)



来源：公司，农银国际证券

受自营业务及每单交易收入增长的推动，腾讯的电子商务在今年第 2 季度实现按季 156% 的高速增长，板块的业务收入达到 2,199 百万人民币。腾讯电子商务所覆盖的地域及城市也大大扩大。

我们预计，腾讯会继续下成本加强电商业务的发展，以期吸引更多用户。不过这也意味着有可能在未来几个季度，它的毛利不会出现显著提升。但是电子商务业务板块却有望为腾讯的长期发展奠定坚实的基础，为此，我们认为，从长远看，这一部门的利润率将会逐步获得提升。

为什么我们对腾讯的电子商务业务保持乐观？

我们认为，未来几年，中国电子商务市场将由社区商务模式 (social commerce) 所引领。这一模式的特点是利用网络社区的媒介特性，通过社区的互动推销电子商务业务，在这过程中，虚拟社区的用户也促进了线上销售的活动。和这一业务模式相对应的电子商务模式最典型的便是“线上-线下” (O2O, online-to-offline) 业务模式。

#1 社区商务模式的兴起

中国的 B2C 及 C2C 市场过去几年发展迅速。随着竞争日益激烈，企业的利润率也受到冲击。与传统的电子商务模式不同，社区商务模式聚焦于电脑及智能手机的在线社区的互动商务活动。社区商务对于 O2O 业务很重要——后者的重点正是寻找在线消费者，然后将之引导至线下店铺消费。简言之，在线支付模式，再融合以商务客流量活动(以及消费者“发现”商家的过程) 共同生成了线下购买力。

与 B2C 及 C2C 不同，O2O 为消费者提供了真实世界的消费体验，而非在线虚拟店铺的消费感受。根据 I-Research 的研究结果，大约有 84.7% 的消费者愿意持续用社区商务方式进行消费，其中约 72.9% 表示他们日后将更多采用 O2O 方式消费。我们预计，O2O 在未来几年将引发消费模式的重大变革。

腾讯目前拥有自己的在线支付系统，财付通 (Tenpay)，从技术角度来看，其构建 O2O 的障碍几乎不存在。腾讯刚刚发布的微信 V5.0 版本拥有良好的功能，

把它的移动社区和潜在的 O2O 业务很好地联结起来。新版本的微信通过交叉销售产品与服务给它的用户，将有望大大提升整个平台的盈利能力。

#2 我们的担忧？

随着腾讯更进一步深入电子商务市场，它不可避免将面临来自同行的激烈竞争。阿里巴巴，中国最大的电子商务公司就是其中一个重要的竞争对手。阿里巴巴拥有：(1) 天猫网，中国最大的 B2C 网站；(2) 淘宝网，中国最大的 C2C 网站；(3) 支付宝，中国最大的在线支付平台。

值得关注的是，今年 8 月份，阿里巴巴以安全为由，宣布切断其旗下用户与微信的联结，并推荐他们转向新浪微博——这是阿里巴巴与腾讯在电子商务平台开始竞争的一个明显事件。

尽管这一市场竞争激烈，我们认为腾讯的电子商务仍然拥有自己的优势：

i) 凭借中国最大的虚拟社区作为后盾

腾讯在虚拟社区方面的竞争优势包括如下因素：腾讯拥有中国最大的即时通讯社区（QQ 即时通），该社区拥有庞大的在线用户群；腾讯已有的在线支付系统及其虚拟社区用户之间的联结度较强；腾讯可以通过对现有客户的偏好了解其消费兴趣点；此外，强大的虚拟社区也有助于腾讯通过“口耳相传”方式在网络上进行推广，提升各项电子商务的机会。

ii) 多层次的收费渠道

腾讯正积极地扩大其付费渠道建设，以加速收入资金的回流，并吸引更多的电子商务客户。

除了财付通，腾讯为客户提供的网上消费支付渠道还包括银行信用卡、腾讯自己的预付卡等等。这种多元化的支付方式为其客户提供了便利的支付渠道，也降低了公司的资金回收风险。此外，由于腾讯拥有庞大的客户群，其潜在的交易额庞大，腾讯可以利用这一优势向合作银行及其他合伙销售方获取相应的渠道折扣，这些都有助于提升腾讯的竞争力。

我们预计，腾讯整体的毛利率在 FY13E-15E 期间可能会比前期有所下行，主要原因是来自电子商务方面的收入增长较快，而这部分的业务毛利率仍然较低；另外，为了开拓电子商务而采取的必要的前期投入、市场营销及推广支出，也会影响到最后的利润率水平。

不过我们认为，腾讯公司有望以利润率的微小代价，换取更大的市场增长空间。而从长远来看，公司在电子商务方面的毛利率将会逐步提升，并在业务成熟时稳定于比目前更高的水平。而且，值得期待的是，电子商务业务的良性增长也会促进腾讯的在线广告业务发展。

iii) 获取银行业务牌照将会提升腾讯的竞争力

腾讯公司于 2013 年 10 月 3 日宣布，公司已经成为一个财团（未披露名字）的少数股东，该财团成立的目的是包括寻求一个中国银行牌照以提供银行服务及若干网上金融服务，而腾讯公司将会以其网上平台及用户界面来补充该等服务。

根据中国内地媒体披露，上述未具名的财团已经申请了民营银行业务牌照，有关申请正待中国银监会(CBRC)审核。

其实上，腾讯目前所拥有的在线支付系统“财付通”已经可以联结到微信及腾讯的其他产品服务。如果再（直接或间接）拥有一个民营银行牌照，腾讯将有望为其客户实现“端至端”的支付体系（end-to-end payment system），甚至有望从事网上银行业务，为一些中小企业提供贷款业务，抑或是为其用户提供各类资金管理服务。这将显著地扩大腾讯的收入来源。

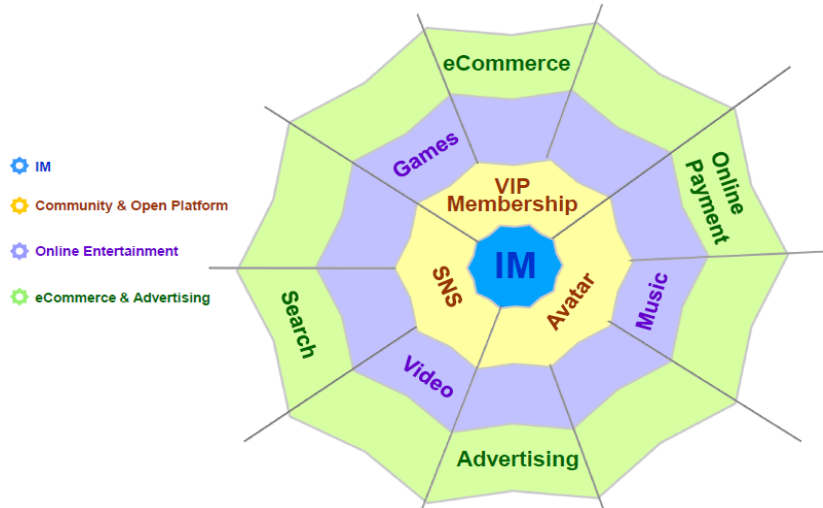


考虑到微信/WeChat 的品牌效应，以及其端对端的业务模式，我们认为，腾讯如果能(直接或间接)获得银行牌照，将有助于其与阿里巴巴的支付宝进行竞争。

5. QQ 即时通讯与微信：放大腾讯跨平台的协作效应

在 QQ 即时通讯及微信所拥有的强大客户背景基础之上，腾讯成功地把不同的产品整合在一起，这有助于在固网及移动网上，以及在不同的平台间形成强大的协同效应。

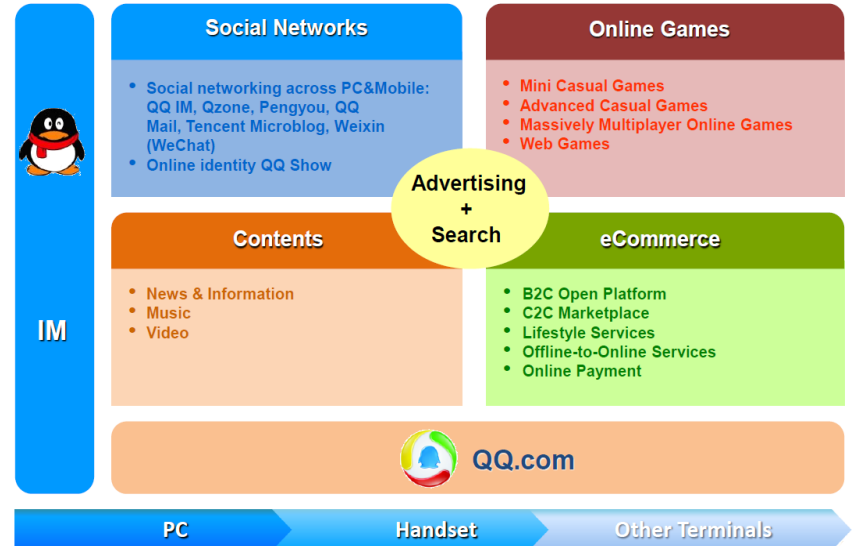
图表 20: 腾讯的可持续发展战略



来源：公司

图注：四大战略方向为即时通讯 (IM)、社区与开放平台 (community & open platform, 含 VIP 会员, SNS 及头像服务)、在线娱乐 (online entertainment, 含视频、音乐及游戏服务) 以及电子商务与广告 (eCommerce & Advertising, 含搜索、广告、在线支付及电子商务服务)

图表 21: 腾讯多元化的产品组合及其关联性



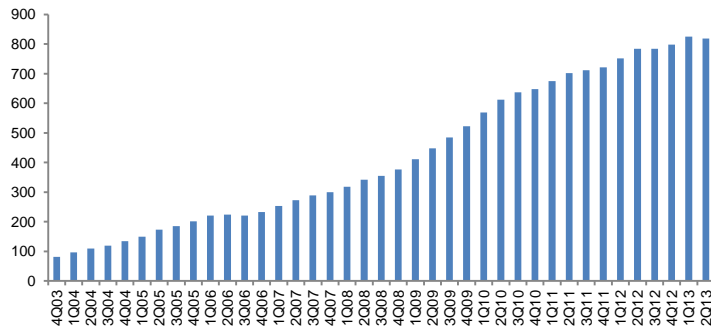
来源：公司

图注：1、社交网络 (social networks, 含跨电脑及智能手机的平台如 QQ、QQ 空间、QQ 邮箱、腾讯微博及微信等，同时包括在线 QQ 秀)；2、在线游戏 (online games, 含小型休闲游戏、高级休闲游戏、大型多人在线游戏及网页游戏等)；3、内容 (contents, 包含新闻频道、音乐及视频)；4、电子商务 (eCommerce, 包含 B2C, C2C, O2O 服务, 生活方式服务及在线支付等)；5、跨上述组合的广告与搜索服务 (Advertising + Search)

QQ 即时通：中国头号网络社区

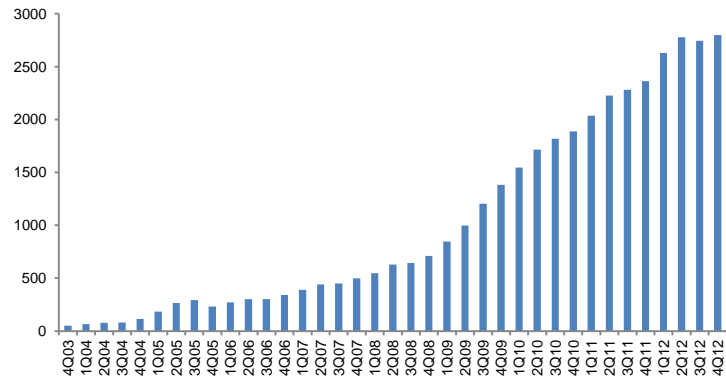
截止 2013 年第二季度，腾讯 QQ 的 MAU 达到 8.185 亿，是中国互联网信息中心所披露的同时期中国网民总数（5.91 亿）的 1.38 倍。这一数字反应出 QQ 强大的渗透率，以及不少 QQ 用户针对不同的用途而拥有不止一个账户。

图表 22: QQ 的 MAU 数值 4Q03-2Q13 (单位：百万人)



来源：公司，农银国际证券

图表 23: QQ 所有用户日均在线小时数（4Q03~2Q13）(单位：百万小时)



来源：公司，农银国际证券

QQ 即时通为何如此强大？

我们认为，QQ 即时通成功地地为腾讯营造了一条宽大的护城河，使得其他竞争者的进入门槛大幅度提高。原因如下：

- **基本服务完全免费：**这使得腾讯的竞争对手难以通过价格竞争来打败 QQ；
- **高速及大容量文件传输服务：**QQ 提供了免费的断点续传服务，这使得用户可以上传较大容量的文件，而不用担心掉线。而那些付费用户甚至可以拥有更大容量（数 G 级）和更快速率的文件传输服务，可以在数分钟内完成大容量文件的传送。
- **大型网络社区拥有粘性：**通常来说，网络社区基础越大，即时通对用户的粘性越强。QQ 用户可以通过同一个网络社区方便地和自己的朋友或家人联系，而不必去不同的平台跟不同的朋友联系。因此对用户来说，QQ 社区省时有效。
- **大型社区往往自身提供大量信息内容，节约了腾讯的维护成本和研发成本：**大型网络社区内用户通常会积极提供内容，这可以让腾讯省下维护和研发成本，而可以专心提升其跨平台的协同效应。在中国，QQ 用户可以在跨社区平台上（如 QQ 网站、Qzone、QQ 游戏以及 QQ 微博等）分享信息。

值得一提的是，从传统上看，QQ 即时通被认为是一个针对年青人和青少年的休闲娱乐社区。不过随着 MSN 的淡出，部分白领或是中产用户转向 QQ，令 QQ 增加了更多高端的用户。有鉴于此，虽然我们并不预期 QQ 的 AMU 会继续出现高速增长（因为目前 QQ 的渗透率及 AMU 基数已经相当高），但我们认为，腾讯的增值服务付费人数有望保持增长势头。

微信：腾讯发展移动互联网的利器

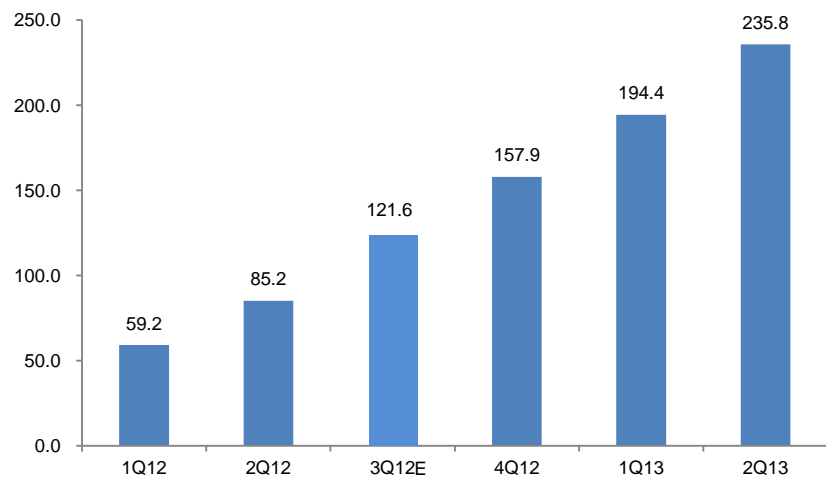
#1 腾讯的移动即时通讯业务增长迅速

微信和 WeChat 内在技术一样，均是腾讯用于开拓移动网的主要平台。在国内称为微信，而在海外称为 WeChat。腾讯管理层在今年第 2 季的业绩分析师电话会议上表示，在强大的市场宣传和推广活动带动之下，其微信的海外用户总数已经突破亿级大关。

微信的海外用户呈现更多元化的趋势，在发达国家市场和新兴市场均有不俗的增长。如今该平台已经覆盖香港、台湾、澳门、泰国、印度、印尼、马来西亚、新加坡、菲律宾、南非以及拉美和中东的部分国家。

截止 2013 年 8 月，微信的总体用户数已经突破了 4 亿大关。根据腾讯官网披露的数据，在第二季度，微信的月活跃户数（MAU）达到了 2.358 亿人，是去年同期的 1.76 倍。从历史来看，腾讯花了 3 年时间，才让 QQ 的 MAU 从 2003 年第四季度的 8000 万增长至 2006 年第四季度的 2.3 亿。有鉴于此，微信的发展速度可以说相当惊人。

图表 24：微信月活跃户数（1Q12-2Q13）（单位：百万）



来源：公司，农银国际证券

注：2012 年第三季数据为估计值，腾讯将在今年 11 月披露第三季度同比数据时披露去年的实际值。

#2 免费服务提升了客户粘性

微信的核心服务，包括网上社区服务及部分游戏业务均是免费的。由于服务免费，因此全球手机用户都可以自由下载这些应用。

此外，免费游戏有助于微信延长更多用户的在线时间，而用户在腾讯的社区内所停留的时间越长，越有助于腾讯推广在线广告及 O2O 业务。

微信 V5.0 新功能一览：

- 提供多款在线游戏，其中“经典飞机大战”和“天天爱消除”一推出便获得用户好评。其中天天爱消除更是在微信 V5.0 发布后不久，便在 iPhone 手机的免费软件应用排行榜上排名第一位。
- 移动支付功能，该功能受财付通平台支持。支持多种支付方式，例如：
 - A. Web 条码支付；
 - B. App 跳转支付；

C. 公众账号支付。

腾讯的手机支付功能同时支持信用卡和借记卡，目前已经关联了 7 家银行的信用卡(招行、建行、农行、光大银行、广发银行、兴业银行以及中信银行) 以及 5 家银行的借记卡(工行、中行、平安银行、深发展银行以及宁波银行)。

- 把公众号给划分为订阅号与服务号，二者功能限制各有不同;
- 提升扫描功能，增加二维码、条形码、CD/电影海报及书本封面以及街景的扫描功能;
- 通过扫描实现英文翻译;
- 其他方便用户的功能与应用如：语音转文字输入、订阅号消息折叠以及表情商店等。

我们预计腾讯将(以自行研发或第三方研发方式)在微信平台上推出更多的手机在线游戏。而新的支付系统的推出，以及更具商业化特点的功能变革(如扫条码及二维码等)将有助于腾讯推动 O2O 业务。

随着微信 V5.0 的推出，腾讯将会吸引更多用户及商家的加入，这会有助于其将流量实现货币化，提升其盈利能力。

腾讯即时通讯是否面对挑战？

2013 年 9 月 24 日，阿里巴巴高调推出其即时通讯“来往”的最新版，旨在增强自身在即时通讯领域的竞争力，以与腾讯 QQ 及微信抗衡。阿里巴巴拥有中国最大的电子商务平台及线上支付平台(支付宝)。来往与支付宝的进一步结合，将有助于阿里巴巴把其在电子商务方面的优势扩展至社交网络领域。

支付宝目前和 170 家(银行及非银行)金融机构关联，提供固网及移动互联网在线支付服务，并且可以为全球 14 种主要货币提供在线交易功能。支付宝无疑是腾讯在线支付平台“财付通”的最大竞争对手。

值得关注的是，来往有助于阿里的用户形成自己的社区网络。腾讯的电子商务业务才处于起步阶段，“来往”未来极有可能凭借与支付宝的关联，吸引那些频繁使用电子商务活动人士的注意力。

不过现阶段，尽管有来往这样的竞争对手存在，我们并不认为它会对腾讯 QQ 构成巨大的威胁。因为腾讯的即时通讯用户早已围绕不同的 QQ 产品(如在线游戏及微博等)，形成自己独特的社交圈，这些用户不会仅仅因为来往所拥有的电子商务优势而转向阿里巴巴(微信 V5.0 的推动更是会阻止这一趋势的形成)。

从传统上来看，阿里巴巴一直被认为是一个电子商务公司，其主要涉及的是 B2C 或是 C2C 这样的业务模式，而 O2O 这样的业务模式也仍然是处于初级阶段。在这种情况下，腾讯反而有可能借助移动互联网上的领先优势，在 O2O 电子商务方面拨得先筹。我们认为，微信 V5.0 将会利用腾讯在 VAS 业务方面的优势，提升腾讯在电子商务市场的竞争力。

6. 中国互联网市场前景乐观

#1 中国网民基础庞大且仍然在不断增长

根据中国互联网信息中心（CIINIC）的数据，中国网民数量增速惊人，从 1997 年的 67 万人增长至 2013 年 7 月的 5.91 亿，年复合增长率高达 57.17%。截止今年 6 月底，中国互联网渗透率达到 44.1%，显示仍然有较大后续增长空间。

诚然，现有相对（过往）较高的渗透率有可能意味着中国互联网的复合增长速率在未来几年会放缓至单位数水平，但是随着互联网更紧密地深入日常生活，对各种业务的价值链产生潜移默化的影响，每位网民在互联网上所花费的时间及参与度将持续增加。

另外，中国的经济扩张也会提升电子商务及其他互联网服务的消费。中国政府正力图大幅度提升居民的生活水平，并制定了到 2020 年要让人均收入比 2010 年翻一番的目标。随着互联网商机的持续增长，我们预期腾讯将会从中受益。

#2 快速增长的移动互联网用户数有助于加速微信早日盈利

得益于中国智能手机渗透率的大幅度提升，中国移动互联网过去几年取得飞速发展。在 2012 年，大约 70% 的新增互联网用户均是通过手机上网！比通过其他介面上网的用户数明显高得多。

中国的移动互联网发展迅速，令现有的业务模式及价值链发生变化。根据 CNNIC（中国互联网信息中心）2013 年 7 月披露的数据，截止 2013 年 6 月底，大约有 84.1% 的中国网民使用即时通讯软件（IM），其中约有 79.88% 的人使用手机上网。而在手机上网的用户中，手机即时通讯软件的使用率达为 85.7%。

此外，中国使用网上支付的网民规模达到 2.44 亿，与 2012 年 12 月底相比，网民规模增长 2373 万，增长率为 10.8%。其中，手机在线支付网民规模较 2012 年增长了 43%。此外，手机购物、手机团购和手机网上银行等也有较大增长。我们认为，腾讯坐拥中国最大的即时通讯社区平台，其电子商务业务板块将会受惠于中国互联网的快速增长，以及在线支付模式的扩大。

#3 中国政府大力支持互联网基础设施建设

中国政府（国务院）于 2013 年 8 月 1 日宣布“宽带中国”计划，提出一系列的发展宽带战略目标。中国政府希望截止 2015 年，可以实现如下目标：

- 1) 基本实现城市光纤到户；农村宽带进乡；
- 2) 固定家庭普及率达到 入户、农村宽带进乡，固定家庭普及率达到 50%；
- 3) 第三代移动通信及其长期演进技术（3G/LTE）用户普及率达到 32.5%；
- 4) 行政村通宽带（有线或无接入方式）比例达到 95%；
- 5) 学校、图书馆、医院等公益机构基本实现宽带接入；
- 6) 医院等公益机构基本实现宽带接入。城市和农村家庭能力达到 20 兆比特每秒和 4Mbps，部分发达城市达到 100Mbps；
- 7) 宽带应用水平大幅提升，移动互联网广泛渗透；
- 8) 网络与信息安全保障能力明显增强。

我们预期中国政府的雄心壮志将在不久的将来为腾讯的电子商务及增值业务创造出更多的有效需求。

同业比较

腾讯的业务有其独特性，因为它成功地利用其虚拟社区服务及客户群，把业务扩张至其他互联网平台；过去几年，腾讯把即时通讯（QQ）、社交网络及虚拟社区、增值服务、在线广告以及电子商务业务很好地融合在一起，形成一个相互渗透、相互促进的互联网一体化业务发展模式。这不论是在中国，还是在海外其他市场上，都难以找到完全对应类型的竞争对手。

腾讯在许多业务领域（如即时通讯、社交网络及电子商务等）都不是首创者，但该公司却能在相关的领域后来居上，并且把相关技术很好地融合到其现存的在线社区，并用以推动其增值业务及其他业务收入。

图表 25:全球主要虚拟社区服务软件对比 (腾讯微信 Weixin/WeChat, WhatsApp 及 Line)



海外市场指的是除中国大陆之外的全球市场
 来源：农银国际证券



图表 26: 互联网/社交网络公司对比 (截止 2013 年 10 月 11 日)

代码	公司名称	市值	P/E FY13E	P/E FY14E	PEG FY13E	PEG FY14E	每股 EV	EPS FY13E	EPS FY14E
香港科网类, 单位: 港元									
700HK Equity	腾讯-ABCI 预测	779,101	39.83	28.34	2.14	0.80	---	8.28	11.64
700HK Equity	腾讯-市场平均预 期 (彭博)	779,101	37.05	29.38	1.54	1.22	191.86	8.91	11.24
3888HK Equity	金山软件	24,425	30.83	24.67	1.10	0.88	2.82	0.53	0.66
777HK Equity	网龙	12,600	16.31	21.14	3.08	3.99	6.66	1.20	0.92
484HK Equity	云游	8,686	---	---	---	---	---	---	---
在美上市中国科网股, 单位: 美元									
SINA US Equity	新浪	5,735	108.95	47.34	2.03	0.88	39.65	0.79	1.82
SOHU US Equity	搜狐	3,160	34.46	24.69	0.95	0.68	34.27	2.40	3.34
NTES US Equity	网易	9,090	12.21	11.11	0.88	0.80	23.07	5.70	6.26
BIDU US Equity	百度	53,502	30.00	24.05	1.29	1.03	91.40	31.15	38.86
QIHU US Equity	奇虎 360	10,199	68.54	40.19	1.16	0.68	26.59	1.21	2.07
CTRP US Equity	携程	7,293	41.37	32.44	1.94	1.52	18.74	1.36	1.74
JOBS US Equity	51job	2,115	24.93	21.61	1.25	1.08	32.69	2.94	3.39
PWRD US Equity	完美时空	956	12.31	9.90	1.10	0.88	9.66	9.74	12.11
YY US Equity	欢聚时代	2,723	44.12	28.58	0.96	0.62	---	1.14	1.75
美国科网股 单位: 美元									
GOOG US Equity	Google	291,938	20.16	17.10	1.22	1.03	573.98	43.45	51.24
FB US Equity	脸书 Facebook	120,573	68.57	50.52	2.32	1.71	23.55	0.72	0.98
YHOO US Equity	雅虎 Yahoo	34,691	23.11	20.32	2.01	1.77	14.58	1.47	1.67
Amzn US Equity	亚马逊 Amazon	141,954	121.75	62.18	4.06	2.07	235.31	2.55	5.00
EbayUS Equity	eBay 网	70,902	20.20	17.11	1.37	1.16	47.22	2.71	3.20
AOL US Equity	美国在线	2,574	16.71	14.85	1.88	1.67	25.07	2.01	2.26
LNKD US Equity	LinkedIn	26,984	147.99	104.10	2.97	2.09	107.99	1.54	2.20
GRPN US Equity	Groupon 网站	7,328	92.52	39.46	4.46	1.90	3.02	0.12	0.28
YNDX US Equity	Yandex 网站	12,621	34.02	26.73	1.06	0.83	19.30	36.42	46.36
日本科网股 单位: 日元									
4689 JP Equity	雅虎日本	2,881,672	21.01	19.90	1.77	1.65	384.88	23.84	25.18
韩国科网股 单位: 韩元									
035720 KS Equity	韩国 Daum 公司	1,260,953	15.49	12.73	1.13	0.93	71.69	1110.00	1110.00

来源: 彭博, 农银国际证券

估值与评级

我们根据以下情况对腾讯的财务表现进行预测：

- 独特的业务模式，客户基础雄厚，拥有规模效应；加上互联网社区的粘性与关联效应，令腾讯公司的业务拥有强有力的护城河。
- 公司在发展虚拟社区方面拥有强大的能力(在中国虚拟社区排行第一位，并正积极向海外市场延伸)，在 PC 互联网及移动互联网的增值服务方面拥有领先地位；公司拥有品牌效应(QQ 已经成为全中国认知度最高的品牌之一)；公司在电子商务市场潜力巨大，其雄厚的社区基础意味着在以 O2O 为代表的社区商务模式(social commerce)方面拥有较大发展空间；腾讯在网络内容的供应方面拥有低成本优势(用户参与提供大量的社区网络的内容)。

在一个不断变革的市场中，对一个收入及利润均在高速增长的公司进行估值，是一件颇具挑战的事，充满了风险——无论哪一种估值方法，都受制于行业及股票市场的发展条件。相比之下，我们认为用 PEG 比值（市盈率/预测利润增长率百分位值）来对腾讯的价格作预测较为合理。主要原因是腾讯在过去几年实现了非常高速增长。从 2009 至 2012 年，公司的每股盈利实现高达 35% 的复合年化增长。在高速盈利增长的带动下，腾讯的市盈率保持在高位，股价在过去 12 个月也大幅跑赢了市场。

我们预计公司在 2013~2015 期间收入能维持高速增长，年化的复合增长率有望达到 44%。在如此高速增长预期之下，PEG 值设为 1 是很合理的假设；而我们采取较为保守的估值方法，设定 PEG 值为 0.8，并以此基准进行股价预测。如果在这种情况下能得出“买入”的评级，则有关结果将更为可靠（从图表 26 可推算出，截止报告日前夕，国际投资者对中国的科网股在 2014 年的预测 PEG 均值为 0.94，高于我们的估值基准）。

基于对腾讯收入与纯利的高增长假设，我们预计其 2014 年预测每股盈利增长率为 40.53%，而 0.8 的 PEG 值对应 2014 预测市盈率 32.4 倍。相应地，我们将腾讯的 12 个月目标价定为 479 港元，该价比报告前价格高于 12.4%。此外，考虑到腾讯基本面强劲，拥有庞大的虚拟社区基础，以及在 VAS 和电子商务方面享有高速增长潜力，我们首次覆盖报告予以腾讯“买入”的评级。

财务预测

腾讯大力为微信 5.0 版本（即海外市场的 WeChat 5.0）作宣传，加上公司大力发展电子商务业务，因此市场对于其销售与市场推广费用的增长表示关注。我们认为，尽管腾讯的电子商务刚刚起步，但是其庞大的社区客户基础将为其营收提供强有力的支持。另一方面，微信在海内外市场的扩张，有助于扩大受众面以及客户基础，提升腾讯旗下不同服务平台的协同效应。从长远来看，我们认为电子商务和社区服务业务的良好发展，将会有助于公司的盈利保持强劲增长。

图表 27: 主要收入及成本预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
QQ 的月活跃账户数增长率, %	11	8	8	7
微信月活跃账户增长率, %	--	160	60	20
增值服务收费账户增长率, %	14	15	15	15
增值服务收费账户 ARPU 增长率, %	31	25	28	25
电子商务收入增长率, %	--	80	90	70
在线广告收入增长率, %	70	30	30	25
其他收入项目增长率 (含在线金融), %	92	95	90	80
销售成本/总收入, %	41	45	45	45
行政与市场销售支出/总收入, %	7	8	11	10
一般行政支出/总收入, %	18	19	18	18
毛利率, %	59	55	55	55
实际税率, %	15	15	15	15

来源: 公司, 农银国际证券

盈利预测及敏感性检验

我们预测腾讯 2013 至 2014 年的股东应占纯利分别为人民币 154.81 及 219.77 亿元, 相应同比增速为 21.59% 及 41.96%, 对应的假设基础是 2013 年及 2014 年的收入同比分别增长 45.58% 及 56.30%。以下为根据不同业务变量的变动进行的敏感性检验:

图表 28: 2014 年预测盈利的敏感性检验(百万人民币)

假设以下变量发生变动 (其他因素不变)	比基准情形 下滑 5 个百分点	基准 情形*	比基准情形 上升 5 个百分点
QQ 月活跃账户数增速 (%)	21,246	21,977	22,709
Changes (vs. base-case) (%)	-3.33	0.00	+3.33
VAS 收费账户的 ARPU 增速 (%)	21,360	21,977	22,595
相对基准情形下纯利的变动 (%)	-2.18	0.00	+2.18
电子商务收入增长率 (%)	21,891	21,977	22,064
相对基准情形下纯利的变动 (%)	-0.40	0.00	+0.40
收入开支 (%)	26,202	21,977	17,753
相对基准情形下纯利的变动 (%)	+19.22	0.00	-19.22
销售及市场推广开支/总收入 (%)	26,202	21,977	17,753
相对基准情形下纯利的变动 (%)	+19.22	0.00	-19.22

基准情形的假设包括: (1) QQ 月活跃账户数增速=8%YoY; (2) 增值服务收费账户的 ARPU 值增速=28% YoY; (3) 电子商务的收入增长速度=90%YoY; (4) 销售成本占总销售额比重=45%; 促销及市场推广费用占总收入比重=11%

来源: 农银国际证券预测



合并损益表 (2011A-2015E)

截止12月31日财年 (百万人民币)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
互联网增值服务	23,043	31,995	49,254	72,953	97,574
移动及电信增值服务	3,271	3,723	0	0	0
网络广告	1,992	3,382	5,919	10,358	17,609
电子商务交易	0	4,428	7,970	14,745	25,066
其他收入	190	365	713	1,354	2,437
收入	28,496	43,894	63,856	99,410	142,686
收入成本	(9,928)	(18,207)	(28,735)	(44,734)	(64,209)
毛利	18,568	25,686	35,121	54,675	78,478
销售推广及行政费用	(7,204)	(10,759)	(17,241)	(29,237)	(40,476)
其它业务收益	(735)	(123)	(409)	(423)	(318)
除所得税前收益	12,099	15,051	18,289	25,861	38,320
所得税	(1,874)	(2,266)	(2,743)	(3,879)	(5,748)
净利润	10,225	12,785	15,546	21,982	32,572
非控制性权益	22	53	64	91	135
公司股东应占利润	10,203	12,732	15,481	21,891	32,437
每股收益,基本	5.61	6.97	8.31	11.71	17.25
每股收益,摊薄值	5.49	6.83	8.28	11.64	17.17
每股股息	0.75	1.00	1.17	1.68	2.45

来源：公司，农银国际证券预测

合并资产负债表 (2011A-2015E)

12月31日 (百万人民币)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
固定资产	5,885	7,403	10,703	13,830	17,043
无形资产	3,780	4,719	5,548	6,397	7,235
于联营公司的权益	4,433	7,310	5,872	6,591	6,231
其他非流动资产项目合计	7,203	19,315	19,898	22,737	20,532
非流动资产合计	21,301	38,747	42,020	49,555	51,042
存货		568	1,116	2,212	3,760
应收票据及应收账款	2,021	2,354	3,193	5,965	9,988
预付款项、按金及其他资产	2,212	3,878	3,045	3,461	3,253
现金及现金等价物	12,612	13,383	23,671	37,937	63,343
其他流动资产	18,659	16,326	17,492	16,909	17,201
流动资产	35,503	36,509	48,517	66,484	97,545
总资产	56,804	75,256	90,537	116,039	148,586
应付票据及应付账款	2,244	4,212	6,386	9,941	12,842
其它应付款及预提费用	5,014	6,301	9,578	12,923	17,122
借款	7,999	1,077	3,595	2,336	2,966
流动所得税负债	709	420	564	492	528
递延收入	5,016	8,115	6,566	7,340	6,953
其他短期流动负债	200	540	381	471	426
流动负债总额	21,183	20,665	27,070	33,504	40,837
借款		2,106	2,011	1,917	1,341
长期应付票据	3,733	7,517	4,035	4,186	2,520
递延所得税负债	940	1,312	1,126	1,219	1,172
长期应付款项	1,860	1,509	1,684	1,596	1,640
非流动负债合计	6,533	12,443	8,856	8,918	6,674
负债合计	27,716	33,108	35,926	42,421	47,510
总权益	29,088	42,148	54,611	73,618	101,076
非控制性权益	625	851	738	794	766
归属于公司股东之股东权益	28,464	41,298	53,873	72,823	100,310
每股净资产	15.32	22.16	28.83	38.73	53.10

来源：公司，农银国际证券预测



现金流量表 (2011A-2015E)

截止12月31日财年 (百万人民币)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
年度盈利	10,225	12,785	15,546	21,982	32,572
调整项目:					
所得税开支	1,874	2,266	2,743	3,879	5,748
股息收入	-	(407)	(407)	(407)	(407)
固定资及投资物业折旧	1,208	1,880	1,544	1,712	1,628
无形资产摊销	726	733	729	731	730
利息收入	(469)	(836)	(520)	(608)	(655)
按股权结算的股份酬金开支	733	905	1,479	2,176	3,214
营运资金变动:					
应收账款 (增加)	(251)	(267)	(839)	(2,772)	(4,023)
存货(增加)	-	(301)	(548)	(1,096)	(1,548)
预付款项、按金及其他应收款项	(2,630)	(2,255)	833	(416)	208
应付账款	828	1,689	2,174	3,555	2,901
其他调节项目	2,951	5,461	5,153	6,120	6,525
经营活动所得现金净额	15,194	21,654	27,887	34,857	46,893
已付所得税	(1,836)	(2,225)	(2,693)	(3,808)	(5,643)
经营活动所得现金流量净额	13,358	19,429	25,194	31,048	41,250
投资活动现金流量					
进行业务合并生的付款 (扣除取得现金)	(1,444)	(435)	(940)	(687)	(813)
购买固定资、在建工程和投资物业	(4,060)	(3,657)	(3,858)	(3,758)	(3,808)
于联营公司权益的付款	(3,529)	(3,668)	(3,598)	(3,633)	(3,616)
购买无形资的付款 / 预付款项	(788)	(869)	(829)	(849)	(839)
初步为超过 3 个月的定期存款到期的收款	5,989	18,532	12,261	15,396	13,828
已收利息	415	626	520	573	547
已收股息	20	440	230	335	282
其他调节项目	(11,958)	(27,239)	(19,598)	(23,419)	(21,509)
投资活动耗用现金流量净额	(15,355)	(16,270)	(15,812)	(16,041)	(15,927)
融资活动现金流量					
短期银行借款所得款项	6,683	983	3,833	2,408	3,120
长期借款所得款项	0	2,215	1,108	1,661	1,385
发行长期票据所得款项净额	3,761	3,768	3,764	3,766	3,765
发行普通股所得款项	160	238	199	219	209
向本公司股东支付股息	(838)	(1,108)	(973)	(1,040)	(1,007)
其他调节项目	(5,392)	(8,483)	(6,937)	(7,710)	(7,324)
融资活动 (耗用) / 所得现金流量净额	4,373	(2,386)	994	(696)	149
现金及现金等价物增加净额	2,376	773	10,375	14,311	25,472
年初的现金及现金等价物	10,408	12,612	13,383	23,671	37,937
现金及现金等价物的汇兑亏损	(172)	(2)	(87)	(45)	(66)
年末的现金及现金等价物	12,612	13,383	23,671	37,937	63,343

来源: 公司, 农银国际证券预测

部分财务指标(2011A-2015E)

截止12月31日财年	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率, %	58.52	55.00	55.00	55.00	55.00
经营利润率, %	43.00	35.27	28.91	26.27	27.05
净利率, %	35.81	29.01	24.24	22.02	22.73
净资产回报率 ROE, %	40.63	36.50	32.53	34.56	37.47
总资产回报率 ROA, %	17.96	16.92	17.10	18.87	21.83
总权益/总负债, %	104.95	127.31	152.01	173.54	212.74

来源: 公司, 农银国际证券预测

风险因素

1. 同行竞争

对我们的估值可能形成下行风险的因素包括来自相关行业或是类似公司的竞争。例如阿里巴巴网站以及新浪微博等；另外移动增值业务的发展如果与我们预期不符，也会对我们的估值形成下行风险。

在移动即时通讯领域，我们留意到，中国电信伙同网易发布了“易信”，有望成为微信的竞争对手。此外，阿里巴巴发布了“来往”，也是 QQ 在即时通讯领域的竞争者。在电子商务市场，阿里巴巴无疑是腾讯的首要竞争对手，阿里同时还拥有最庞大的在线支付网络系统（支付宝）。

我们对于腾讯在虚拟社区的优势表示乐观，不过我们也不排除来自同行的竞争将会削弱腾讯的收费客户的 ARPU 值，甚至有可能削弱其用户基础，特别是在移动互联网领域。

2. 市场推广费用有可能为利润率带来压力

腾讯正加大力度发展微信及电子商务，需要大量的市场推广费用，如果该项费用支出持续高于其核心收益的增长率，有可能会令腾讯要等待比它自己所预期更长的时间，才能实现整体毛利率的稳定。

3. 移动电子商务领域的监管风险

腾讯正力图提升以智能手机为基础的增值服务及电子商务的收入比重。此举将令腾讯更多地受制于移动电子商务领域的监管。如果中国收紧在该领域的监管安排，有可能会对腾讯的业务发展形成伤害。该领域的过度监管有可能会令腾讯的业务增长受损。

4. 网络游戏发展放缓

目前腾讯有过半的收入来自网络游戏业务，其中大部分是在线游戏业务——如果这部分业务收入放缓，而腾讯在移动网络的增值服务收入增长还不能弥补在线游戏业务的下滑，则我们在报告里的估值有可能会偏过乐观。

常用术语

缩写	定义与解释 (英)	定义与解释 (中)
ACG	Advanced Casual Game	高级休闲游戏
ACU	Average Concurrent User accounts. Quarterly ACU is the average number of simultaneous online user accounts during the quarter.	平均同时在线用户数
ARPU	Average Revenue Per User. Quarterly ARPU is online game net revenues derived from ACG or MMOG during the quarterly period divided by the quarterly active paying user accounts of these ACGs or MMOGs during the quarterly period. Tencent's definition of ARPU may not be comparable to similarly titled measures presented by other online game companies.	平均每月用户收入
B2C	Business-to-consumer / Business-to-customer	商家 (企业) 至消费者销售
C2C	Consumer To Consumer / Customer to Customer	消费者至消费者的销售
Combined MAU of Weixin & WeChat:	Total number of user accounts that logged in Weixin or WeChat to send out messages at least once during the last month of the quarter.	微信 WeChat 合并月活跃账户数
CPA	Cost-per-Action	每次访问行动的费用
CPC	Cost-per-click	每次点击行动的费用
CPD	Cost per day	每天点击成本
CPM	Cost Per Mille	每千人成本网络广告费用
CPT	Cost Per Time	根据广告展示时间收取的费用
DAU	Daily Active User Accounts	日活跃用户数
DNF	Dungeon and Fighter	地下城与勇士
FPS	First Person Shooting	第一人称射击游戏
FTTH	fibre-to-the-home	光纤到户
GMV	Gross Merchandise Volume	(网站) 成交金额
IVAS	Internet value-added services	互联网增值服务
LOL	League of Legends	英雄联盟
LTE	Long Term Evolution (LTE)	4G LTE 技术
MAU	Monthly Active User accounts;	月活跃账户数
MAU--QQ IM	Total number of user accounts that logged in QQ at least once during the last month.	QQ 月活跃账户数
Mbps	megabits per second	兆位/秒
MCG	Mini Casual Game	小型休闲游戏
MM ORGS	Massive Multiplayer Online Role-Playing Game	大型多人在线角色扮演游戏
MMO Racing	Massive Multiplayer Online Racing	大型多人在线赛车游戏
MMOFPS	Massive Multiplayer Online First-Person Shoot	大型多人在线第一人称射击游戏
MMOG	Massive Multiplayer Online Game	大型多人在线游戏
MMORTS	Massive Multiplayer Online Real-Time Strategy	大型多人在线实时战略游戏
MVAS	mobile & telecommunications value-added services	移动及电讯增值服务
O2O	Online To Offline	离线商务模式 (线上营销线下消费)
PCU	Peak Concurrent User Accounts. Quarterly PCU is the highest number of simultaneous online user accounts during the quarter.	最高同时在线用户数
PCU	Peak Concurrent User accounts	最高同时在线户
PCU-- QQ IM PCU	The highest number of logged-in user accounts recorded on any time of a day during the quarter.	QQ 最高同时在线户
SNS	Social Network Site	社交网站
TAC	Traffic Acquisition Cost	流量获得成本
VAS	value-added services which contains IVAS and MVAS	增值服务
WeChat	A product of Tencent that leverages Weixin's technology to serve the international markets.	微信 (海外版)
Weixin	An extension of Tencent's mobile IM service, whose functions have been developed and become a mobile community.	微信

来源: : 公司, 农银国际证券

權益披露

分析員，陳宜飈，作為本報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是 2007-2011 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整体收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或其任何附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2013 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得復印、影印、复制或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183