

2020年10月15日



腾讯控股：关于腾讯的十个思考

——一路升级打怪，“焦虑”是互联网常态

评级：买入

首次覆盖

我们首次覆盖腾讯（700.HK），给予买入评级，目标价 700 港元。腾讯是中国互联网公司的集大成者，其广泛业务及投资布局构成了中国最完善的互联网生态系统。微信是我国互联网中最大的流量池，龙头地位难以撼动，未来方向是深挖单用户价值，我们看好微信体系下的视频号、小程序电商等长期发展；产业互联网将成为公司未来新的增长点，预计未来三年年均复合增长 32%。

赵丹（互联网分析师）
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超（助理分析师）
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

林琰（研究部主管）
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

目录

SPDBI 乐观与悲观情景假设	5
思考一：微信流量红利还能持续多久？	7
思考二：视频号是否还有机会？	9
思考三：私域流量，只是看上去很美？	13
思考四：随着端转手红利的减弱，游戏天花板还远么？	15
思考五：腾讯视频如何盈利？	19
思考六：广告业务是否还会继续克制？	21
思考七：产业互联网，To B or not To B？	23
思考八：腾讯的金融科技值多少钱？	26
思考九：如何看待腾讯的投资？	28
思考十：美国禁令对腾讯有什么影响？	31
估值分析与预测	32
首予“买入”评级，目标价 700 港元	32
投资风险	35
财务分析及预测	36
预计收入未来三年年均复合增长 24%	36
利润率整体保持平稳	39
附录	41
公司简介	41
管理层介绍	42
财务报表	43



腾讯控股(700.HK): 关于腾讯的十个思考

—— 一路升级打怪, “焦虑”是互联网常态

我们首次覆盖腾讯(700.HK), 给予买入评级, 12个月目标价为700港元, 潜在升幅27%。

- **社交龙头, 微信内容生态逐步完善:** 微信是中国最大的流量池, 龙头地位难以撼动。视频号是腾讯挑战短视频领域的最后王牌, 我们看好其长期发展, 将进一步打通微信内部生态系统, 包括公众号, 小程序等。此外, 微信也是私域流量的天然场所, 我们认为私域流量未来有很大潜力, 因为高信任和强交互, 转化率会要高于传统电商平台, 我们预计微信小程序GMV(成交额)未来三年年均复合增长超过80%。
- **产业互联网将成为未来新的增长点:** 腾讯以云、金融支付、LBS(基于位置服务)等为底层基础设施, 扮演“数字化助手”角色。腾讯的优势在于可以利用自身海量数据协助企业升级服务, 将C端经验, 释放给B端客户, 进而帮助企业实现降本增效。我们认为, 金融科技和企业服务将成为腾讯新的增长驱动, 预计未来三年年均复合增长32%。
- **腾讯投资, 不只是投资收益:** 腾讯是中国互联网公司的集大成者, 累计已投资800+企业, 其中70多家已上市。在巨额流量加持下, 腾讯投资的企业也逐渐成长为中国互联网多个细分赛道的龙头, 和腾讯一起筑起了中国最完善的互联网生态系统。企业服务、金融科技、医疗和教育将是腾讯投资未来重点关注的垂直领域。
- **估值:** 我们给予“买入”评级, 目标价为700港元。我们预测公司收入和调整后净利润未来三年年均复合增长分别为24%和26%。基于分部加总估值方法, 我们给予目标价为700港元, 分别对应46x/36x的2020E/2021E市盈率。
- **投资风险:** 宏观经济放缓; 海外政策不确定性。

图表 1: 腾讯财务摘要

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	312,694	377,289	480,594	597,268	727,789
营收增速	31.5%	20.7%	27.4%	24.3%	21.9%
调整后净利润	80,292	97,589	126,910	163,152	196,604
调整后净利率	25.7%	25.9%	26.4%	27.3%	27.0%
调整后 EPS(元)	8.4	10.2	13.2	17.0	20.5
调整后 PE(x)	57.2	47.3	36.3	28.3	23.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

评级

买入

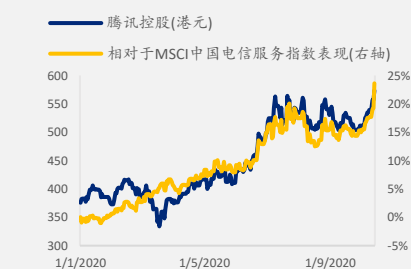
目标价(港元)	700
潜在升幅/降幅	27%
目前股价	552
52周内股价区间	315-574
总市值(十亿港元)	5,291
近90日日均成交额(百万港元)	9,705

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	312,694	377,289	480,594	597,268	727,789
收入成本	(170,574)	(209,756)	(259,232)	(322,526)	(391,890)
毛利	142,120	167,533	221,362	274,743	335,900
利息收入	4,569	6,314	7,518	9,343	11,384
其他收益净额	16,714	19,689	18,404	18,404	18,404
销售及市场推广开支	(24,233)	(21,396)	(30,929)	(35,836)	(43,667)
一般及行政开支	(41,522)	(53,446)	(68,058)	(83,618)	(98,252)
经营盈利	97,648	118,694	148,297	183,036	223,769
财务成本净额	(4,669)	(7,613)	(9,408)	(11,692)	(14,247)
分占联营公司及合营公司(亏损)/盈利	1,487	(1,681)	(576)	(576)	(576)
除税前盈利	94,466	109,400	138,313	170,768	208,946
所得税开支	(14,482)	(13,512)	(20,350)	(25,615)	(31,342)
年度盈利	79,984	95,888	117,963	145,152	177,604
少数股东权益	1,265	2,578	1,609	1,609	1,609
本公司权益持有人	78,719	93,310	116,354	143,544	175,995
以股份为基础的酬金	11,354	12,774	17,023	20,000	20,000
其他调整项	(9,781)	(8,495)	(6,467)	(391)	609
调整后净利润	80,292	97,589	126,910	163,152	196,604

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
净利润	79,984	95,888	117,963	145,152	177,604
折旧	8,423	15,623	20,847	24,476	29,625
摊销	25,825	29,050	65,826	55,620	54,872
其他调整项	(7,787)	(7,301)	-	-	-
营运资金变动	4,491	15,330	9,050	13,049	14,048
经营现金流	110,936	148,590	213,687	238,298	276,148
固定资产	(19,710)	(22,762)	(29,000)	(36,040)	(43,916)
无形资产	(31,877)	(29,866)	(38,044)	(47,279)	(57,611)
土地使用权	(2,441)	(4,356)	(5,383)	(6,698)	(8,138)
其他投资现金流	(97,885)	(59,186)	(69,200)	(69,755)	(70,412)
投资现金流	(151,913)	(116,170)	(141,627)	(159,772)	(180,078)
借款净额	9,961	(3,776)	12,882	6,356	5,154
其他融资现金流	20,926	5,448	-	-	-
融资现金流	30,887	1,672	12,882	6,356	5,154
现金及现金等价物净流量	(10,090)	34,092	84,942	84,881	101,224
汇率变动影响	2,207	1,085	-	-	-
年初现金及现金等价物	105,697	97,814	132,991	217,933	302,814
年末现金及现金等价物	97,814	132,991	217,933	302,814	404,038

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
现金及现金等价物	97,814	132,991	217,933	302,814	404,038
应收款项	28,427	35,839	45,652	56,735	69,133
存货	324	718	887	1,104	1,341
其他流动资产	90,515	84,420	91,816	99,272	106,798
流动资产合计	217,080	253,968	356,289	459,925	581,311
固定资产	35,091	46,824	54,977	66,540	80,831
无形资产	56,650	128,860	101,077	92,736	95,476
土地使用权	7,106	15,609	20,992	27,690	35,829
其他非流动资产	407,594	508,725	570,529	632,829	695,715
非流动资产合计	506,441	700,018	747,576	819,796	907,851
资产总计	723,521	953,986	1,103,864	1,279,721	1,489,162
短期借款	26,834	22,695	23,849	23,978	23,178
应付账款	73,735	80,690	99,723	124,071	150,754
其他流动负债	101,866	136,771	136,771	136,771	136,771
流动负债合计	202,435	240,156	260,342	284,820	310,703
长期借款	87,437	104,257	115,986	122,212	128,166
应付票据	51,298	83,327	83,327	83,327	83,327
其他非流动负债	63,700	52,572	61,030	79,281	99,211
非流动负债合计	202,435	240,156	260,342	284,820	310,703
负债总计	404,870	480,312	520,685	569,640	621,407
保留盈利	299,660	384,651	502,614	647,767	825,371
其他权益	23,850	48,055	48,055	48,055	48,055
本公司权益持有人应占权益	323,510	432,706	550,669	695,822	873,426
非控制性权益	32,697	56,118	56,118	56,118	56,118
权益总额	356,207	488,824	606,787	751,940	929,544

主要财务比率

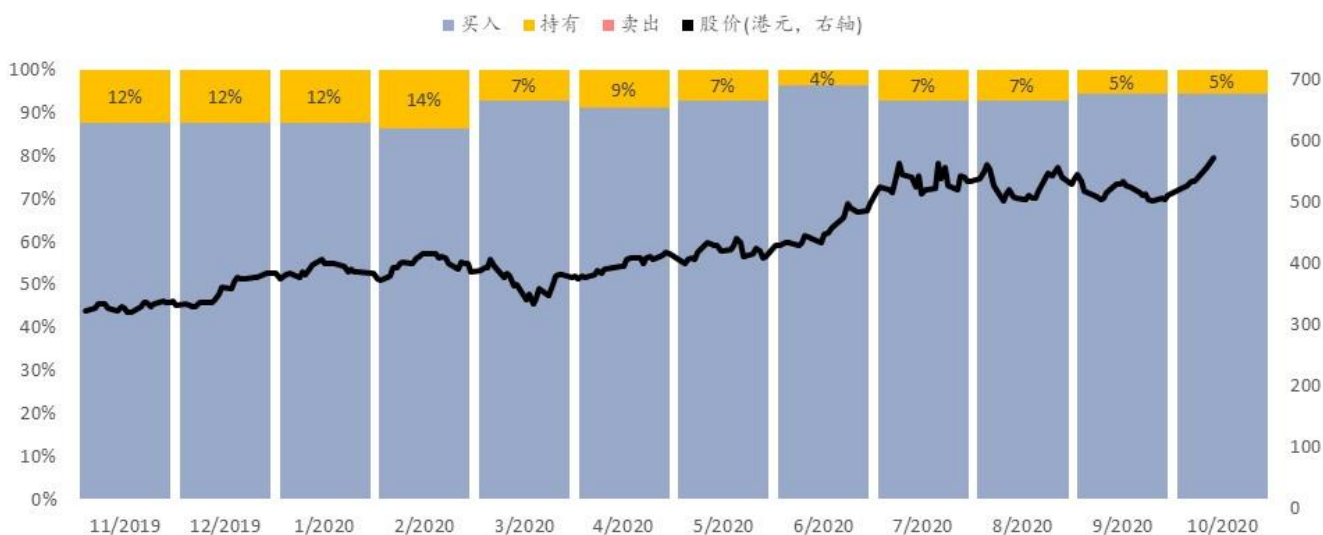
	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	31.5%	20.7%	27.4%	24.3%	21.9%
毛利润增速	21.5%	17.9%	32.1%	24.1%	22.3%
经营利润增速	8.1%	21.6%	24.9%	23.4%	22.3%
净利润增速	10.4%	19.9%	23.0%	23.0%	22.4%
调整后净利润增速	20.9%	21.5%	30.0%	28.6%	20.5%
盈利能力比率					
毛利率	45.5%	44.4%	46.1%	46.0%	46.2%
经营利润率	31.2%	31.5%	30.9%	30.6%	30.7%
净利率	25.6%	25.4%	24.5%	24.3%	24.4%
调整后净利率	25.7%	25.9%	26.4%	27.3%	27.0%
每股指标 (元)					
基本EPS	8.3	9.9	12.3	15.2	18.6
摊薄EPS	8.2	9.6	12.1	14.9	18.3
调整后EPS	8.4	10.2	13.2	17.0	20.5
每股指标增速					
基本EPS增速	9.7%	18.2%	24.7%	23.4%	22.6%
摊薄EPS增速	9.7%	17.2%	25.6%	23.4%	22.6%
调整后EPS增速	20.5%	21.1%	30.0%	28.6%	20.5%
估值 (倍)					
调整后目标P/E		59.9	46.1	35.8	29.7
目标P/S		15.3	12.0	9.7	7.9
目标P/B		12.4	11.6	10.9	10.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

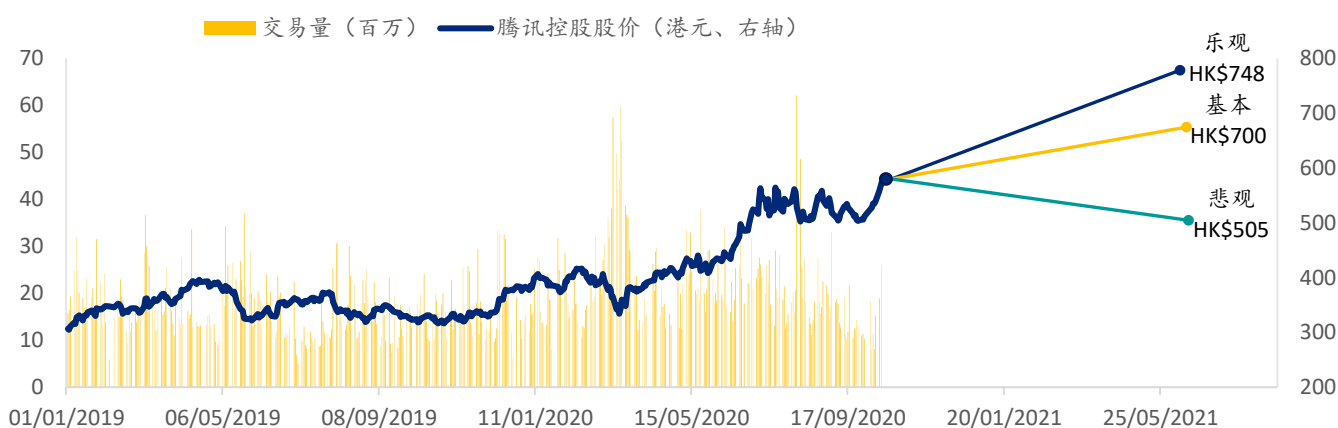
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 2: 腾讯控股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 腾讯控股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司盈利水平好于预期

目标价: 748 港元

- 若受利好政策驱动, 企业服务的扩张速度好于预期, 且业务利润率能持续改善, 我们给予 ToB 业务 2900 亿美元估值。

悲观情景: 公司盈利水平不及预期

目标价: 505 港元

- 若经济下滑, 或影响企业相关资本开支预算; 腾讯的 ToB 业务的增长或不及预期, 我们给予 ToB 业务 1900 亿美元估值。

资料来源: 浦银国际预测

腾讯 (700. HK): 关于腾讯的十个思考

——一路升级打怪，“焦虑”是互联网常态

如果把腾讯各业务板块看成是王者峡谷里的角色，我们是这样理解的：社交流量为中单法师，掌握公司运营节奏，适时调整，对不同业务进行流量支援；投资布局是游走位，负责探视野，进行有效卡位和牵制对手；大文娱，尤其以游戏业务为主，更像射手或打野，是主要收割位，公司的经济支撑。产业互联网是上单，业务相对独立，爆发性不如消费互联网，为其他业务提供基础服务。

互联网行业在不断更新迭代，风口不断涌现，而腾讯的自身业务也一直在持续行变升级。在互联网领域，不存在一成不变的优势，这就迫使公司需要时刻保持警惕，紧盯新趋势，不断涉足新业务，以免错过时代变革中的机遇。也正是所谓的“焦虑”或挑战驱动着腾讯不断成长，持续升级。

随着边界的拓宽，公司逐渐发展成多元业务模式，面临的竞争对手也会越来越多，投资便成为最有效的布局方式，尤其是对于腾讯如此庞大的帝国。“流量+资本”红利加持下，腾讯投资的企业也逐渐成长为中国互联网多个细分赛道的龙头，和腾讯一起筑起了中国最完善的互联网生态系统。

我们围绕市场关心的十个思考，对腾讯进行分析探讨，其中包括：

- 微信的流量红利还能持续多久？
- 视频号是否还有机会？
- 私域流量，只是看上去很美？
- 随着端转手红利的减弱，游戏天花板还远么？
- 腾讯视频如何盈利？
- 广告业务是否还会继续克制？
- 产业互联网，to B or not to B？
- 腾讯的金融科技值多少钱？
- 如何看待腾讯的投资？
- 美国禁令对腾讯有怎样影响？

思考一：微信流量红利还能持续多久？

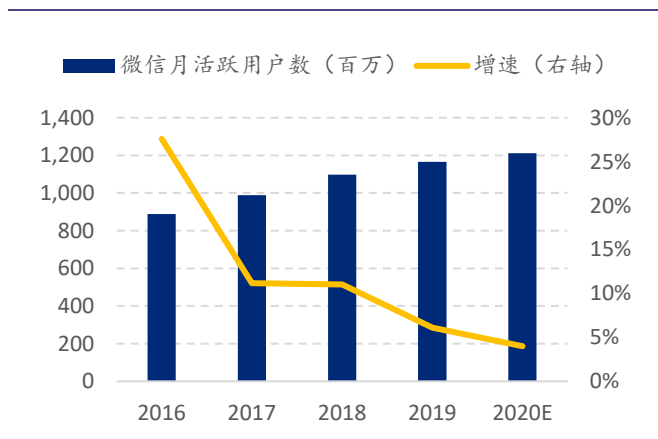
- 微信是中国最大的流量池，背后社交关系是最大护城河

微信是中国互联网最大的流量池，月活数超 12 亿。互联网行业无论如何衍变，都离不开的流量的本质，一切商业形态都是建立在流量基础之上。而微信，经过不断的升级迭代，已经不再是一个简单的即时通讯软件，而是变得越来越重，和人们生活中衣食住行紧密联系。微信背后的社交关系网以及基于实名认证的各个账号的打通，进一步提高了用户粘性，成为微信最大的护城河。

- 通讯终端短期内不会改变，微信的龙头地位将依然稳固

微信的爆发，是移动互联网的产物。我们认为，或许只有通讯硬件设备的变革，才可以威胁到微信的流量霸主的地位。但目前来看，一段时间内，手机依然是主要的通讯终端，而微信的社交龙头地位也将稳固。根据 Questmobile 数据，平均每人每天打开微信次数 47 次，单日单用户时长为 80 分钟。未来几年内，微信仍将是 中国 MAU 最大的国民 App。

图表 4: 微信 MAU 突破 12 亿



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 5: 中国用户数最多十大 APP (2020.06)

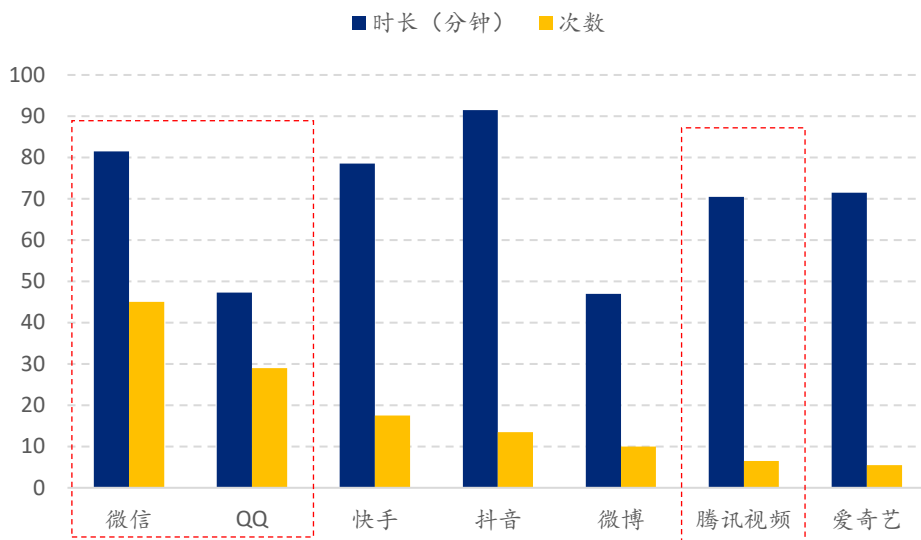
序号	行业分类	APP名称	MAU (万)
1	即时通讯	微信	95,420
2	支付结算	支付宝	73,049
3	综合电商	手机淘宝	71,342
4	即时通讯	QQ	68,414
5	地图导航	高德地图	53,181
6	搜索下载	百度	52,877
7	短视频	抖音短视频	51,336
8	输入法	搜狗输入法	50,819
9	在线视频	爱奇艺	50,779
10	在线视频	腾讯视频	48,297

注：数据截至 2020 年 6 月，统计口径与公司披露口径存在差异
资料来源：易观国际、浦银国际

- 短视频偏媒体属性，无法取代社交功能

在过去几年，随着 4G 网络的不断渗透以及流量资费降低，短视频赛道迎来爆发。相对于 2G 世代的图文信息，短视频包含的信息密度大，用户体验更受欢迎。有投资者担心短视频的崛起或侵蚀微信的社交龙头地位，我们认为短视频内容仍然偏重媒体属性，无法取代社交功能，其娱乐性要强于功能性。

图表 6: 移动互联网流量入口对比 (2020.06)

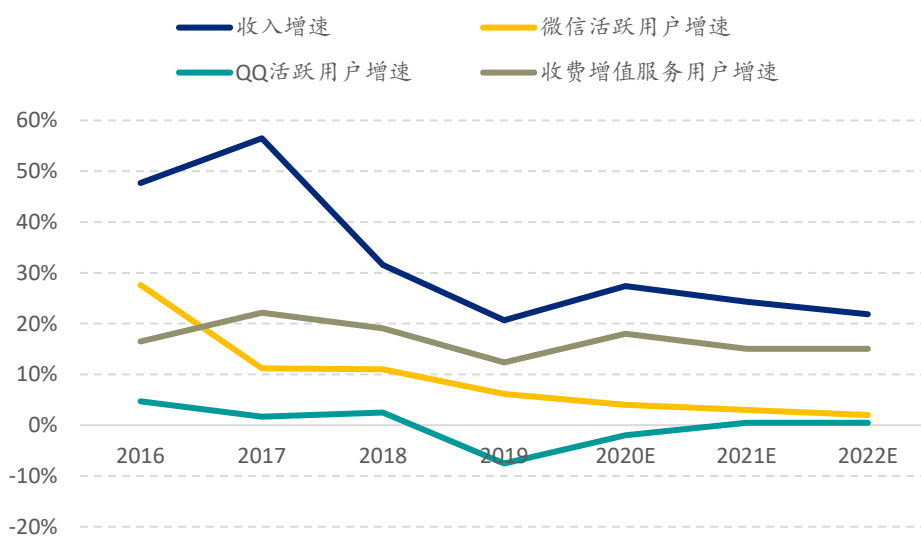


资料来源: QuestMobile、浦银国际

• 流量思维转向留量思维，未来发展方向是深挖单用户价值

根据 CNNIC，截至今年 3 月，我国互联网用户已经达到 9 亿，渗透率达到 64.5%。而微信月活跃用户已经突破 12 亿，我们认为，微信在用户数量方面的增长空间有限，而未来的重点则主要是通过不断完善微信生态，提供全方位的闭环服务，充分挖掘单个用户的长期价值。

图表 7: 腾讯收入增速远超整体用户增速



E=浦银国际预测

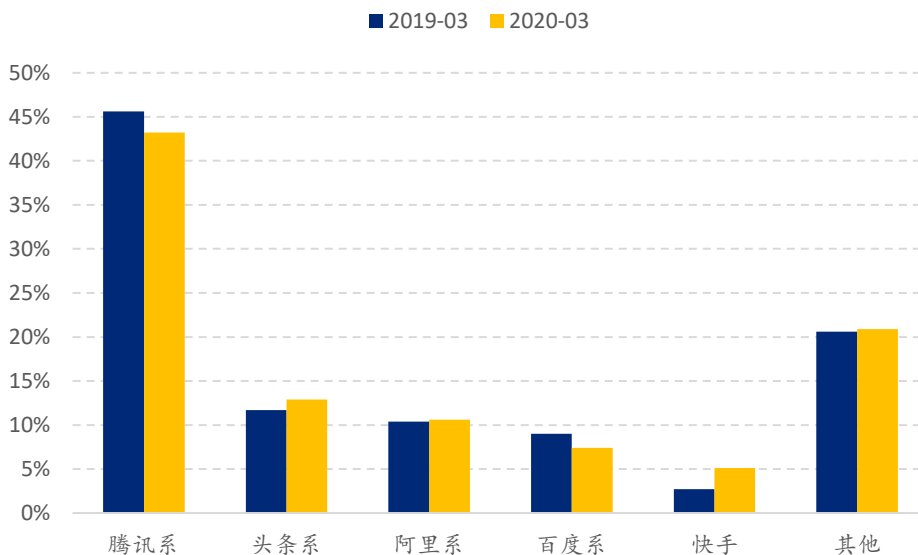
资料来源: 公司年报、浦银国际

思考二：视频号是否还有机会？

- 视频号或成为腾讯挑战短视频领域的最后王牌

短视频的崛起一定程度上挤压了腾讯系的产品的使用时长，但从整体上看，目前腾讯系总时长在当前移动互联网格局中依然远远领先于其他竞争对手。短视频领域确实是腾讯在过去几年较大的失误，错过了短视频爆发增长的黄金时期，虽然投资了快手（持股比例约 20%）。但同时，短视频领域，也是腾讯不能放弃的细分赛道。视频号的推出或将成为腾讯在短视频领域的王牌，为之最后一搏。

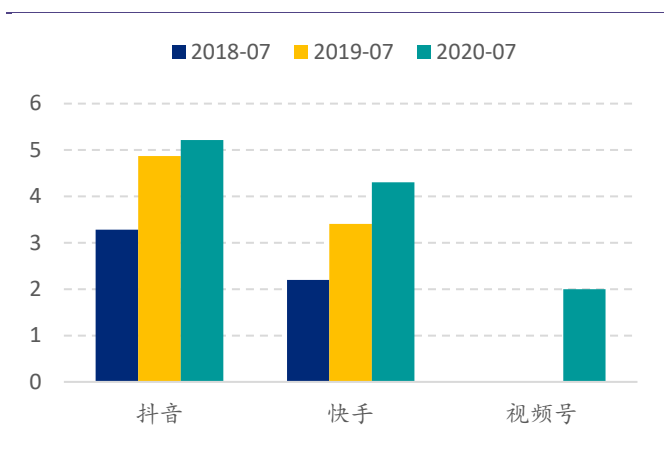
图表 8: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比



资料来源：Questmobile、浦银国际

视频号目前的位置在微信发现页的入口，仅次于朋友圈，可见腾讯对其重视程度。视频号仍处在内测阶段，并未对全平台用户开放。自年初开启内测后，现已积累用户约 2 亿，仍在快速增长。在微信的巨额流量加持下，我们预测视频号活跃数在今年年底将超过 3 亿。

图表 9: 短视频平台日活跃数 (亿)



注: 视频号活跃用户数为微信创始人公布数
资料来源: Questmobile、浦银国际

图表 10: 视频号位置仅次于朋友圈



资料来源: 微信 APP、浦银国际

视频号采取瀑布流形式滑动视频, 简化用户操作。同时, 用户也可以分享, 评论, 点赞视频。但由于基于社交 app, 相对于竞争对手, 视频号也有自己的特点:

图表 11: 短视频平台对比

	视频号	抖音	快手
模式	APP内嵌	独立APP	独立APP
视频时长	短视频+图片	短视频+长视频	短视频+长视频
功能	同朋友圈视频	热门BGM、拍同款等	热门BGM
内容方向	生活、知识、新闻	娱乐、搞笑、剧情	娱乐、搞笑、剧情
推荐逻辑	社交关系+算法	算法为主	算法为主

资料来源: 浦银国际

1. 视频号发布者目前以品牌商家, KOL 和大 V 为主。由于视频号仍处于内测阶段, 为确保视频内容质量和保障用户体验, 视频号的内容目前仍主要是以品牌商家、KOL 和大 V 创作为主, 而抖音和快手上, UGC (User Generated Content) 内容占比更大。我们认为, 视频号会逐步放宽申请权限, 进而增加发布者的用户规模和视频内容的丰富度。
2. 视频号更强调关系链分发机制。从算法来看, 视频号的分发机制更强调社交属性, 而抖音等更根据用户的兴趣算法来进行推送。目前, 视频号的分发路径包括: 关注, 朋友, 流行和附近等四个分类。其中, 好友已点赞的视频目前拥有较高的权重。同时, 视频号的视频可以分享到微信群和朋友圈。但我们认为分享功能目前隐藏较深, 未来或有更明显的标识。

3. 视频号整体内容风格积极正面，偏新闻、知识科普类。相比于抖音和快手，视频号的内容娱乐性偏弱，更多的是积极正面，或新闻类、知识科普类等内容。此外，基于熟人关系链的分发机制一定程度上也对用户短视频行为（包括点赞、分享等）产生限制作用。
4. 视频号可以内嵌公众号链接。视频号的另一大特点是背靠微信生态，在视频的描述中，发布者可以内嵌公众号的链接，从而打通与公众号之间的连接。此外，还通过与微信体系内的小程序和微信支付连接，将逐步打造闭环生态。
5. 视频号中，用户无法看见发布者粉丝数量。在视频号中，用户目前无法看到视频号发布者的粉丝数量，或许反映了去中心化的分发逻辑，但同时也会影响到创作者的积极性。

视频号仍存在许多有待改进的地方。根据 KOL 的反馈，主要包括：抖音和快手的全屏体验要优于视频号；目前，视频时长限制在一分钟之内，影响用户创作门槛，长期来看，长视频或直播功能将陆续上线；视频号的视频剪辑工具简单，缺少滤镜等；左右滑动功能缺失。我们预测腾讯未来会不断推出迭代版本，来提升用户体验。

图表 12: 视频号可附上公众号链接



资料来源：微信视频号、浦银国际

图表 13: 抖音界面



资料来源：抖音短视频、浦银国际

- **短视频未来或出现多个巨头共存的格局**

短视频领域，未来或出现多个巨头共存的格局，不同平台拥有各自的品牌调性。目前，头条系和快手在用户规模上遥遥领先，视频号想要在短时间内赶超抖音快手，存在很大挑战。而视频号或将凭借社交关系链的差异化竞争，赢得一席之地，比如倚重社交属性的 VLOG 或将在视频号迎来爆发。

视频号背靠微信巨额流量，对于 KOL 和内容创作者来说具有很大吸引力。而目前的视频多是从其他平台的已发布视频搬至视频号，未来视频的原创性将极大地影响用户留存。视频号的推出更多地还是一种防守姿态，希望将用户时间留存在微信体系，防止流量外流。

- **短期来看，视频号在变现方面或相对谨慎**

和其他短视频类似，视频号存在着多种变现模式的可能性，包括信息流广告、电商带货和直播打赏等。而视频号属于早期探索阶段，用户体验是其首要考虑因素，我们认为视频号短期内在变现方面或较为谨慎，对收入的贡献有限。

思考三：私域流量，只是看上去很美？

• 私域流量未来增长空间巨大

随着互联网的人口红利逐渐减弱，互联网平台的公域流量的价格越来越贵。在这样的大背景下，私域流量逐渐被商家所接受。与公域流量相对，私域流量本质上是一个品牌自主发展，全面掌握自己跟客户之间关系、线上线下联动的新生态。私域流量可以反复触达和转化，从而降低单均成本。

我们认为私域流量未来有很大潜力，其转化率会高于传统电商平台。私域流量，可以有效弥补传统电商平台导购缺失的弊端，与传统电商的区别更像是专卖店和大型购物中心。由于强交互和高信任，私域流量商户的转化率会高于一般电商平台。此外，用户对品牌有一定认知，甚至是多次复购用户，方便商家进行更加精准的营销。

私域流量也并非适合所有商户，我们认为私域流量更适合已经具备一定客流基础，且属于相对高频消费的垂直细分领域，进而能够从收入端覆盖掉搭建和维护私域流量的相关成本开支。目前来看，私域流量还处于发展早期，其交易额在整体电商中占比仍较为有限。

图表 14：腾讯私域流量与公域流量联动



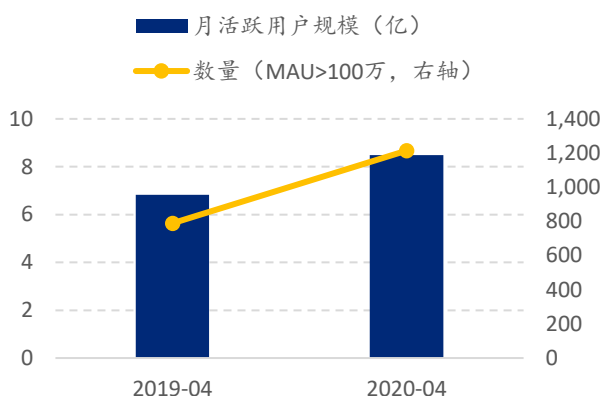
资料来源：腾讯数字生态大会、浦银国际

- **微信是私域流量的主战场，预计小程序 GMV 未来三年年均复合增长 80%**

微信社交体系，包括好友、微信群和公众号等，可直接信息触达，是私域流量的天然场所。而微信小程序也逐渐成为私域流量电商交易的标配，目前小程序的流量入口包括二维码、搜索、LBS、公众号广告等行式，也更利于传播。此外，小程序在今年先后推出小程序直播组件、小程序订单管理、交易保障、微信小商店等功能，从而能够更好地完成闭环交易。小程序直播 2 月启动公测，目前，已有近 10 万商家开通了小程序直播，微信小商店全量上线以来，累计开放类目也迅速超过 2000 个。

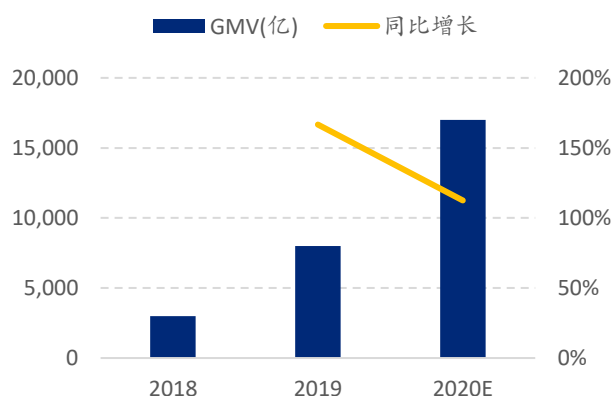
2019 年微信小程序 DAU 达到 3.3 亿，同比增长 45%，GMV 突破 8000 亿。今年 1 月至 8 月，受疫情影响，小程序实物商品 GMV 同比增长 115%。我们预计小程序电商 GMV 未来三年年均复合增长 80%。

图表 15: 微信小程序 MAU



资料来源: QuestMobile、浦银国际

图表 16: 微信小程序 GMV 保持快速增长 (亿)



E=浦银国际预测
资料来源: 微信公开课、浦银国际

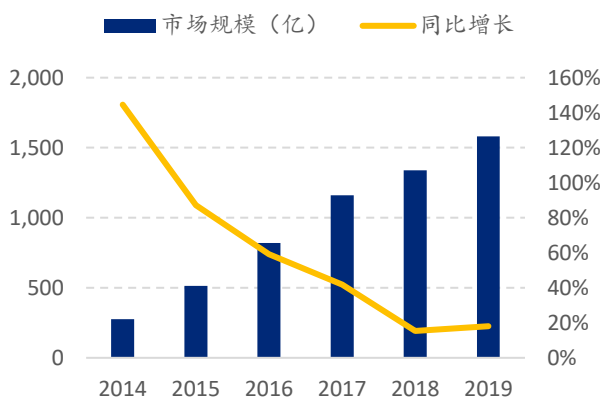
思考四：随着端转手红利的减弱，游戏天花板还远么？

• 腾讯的游戏收入增速将继续领先于行业平均

中国手游行业增速趋于放缓。2019 年中国移动游戏市场规模为 1581 亿元，同比增长 18%，虽得益于版号放开，增速较 2018 年有所提升。今年因疫情影响，受益于宅经济，整个游戏行业迎来爆发。但从长期来看，增速在逐步放缓；我国游戏用户数已达 6.2 亿人，较上年增长 3.2%。随着最后几个端转手大 IP 新游的推出，我们认为中国手游行业增速趋于放缓在所难免。

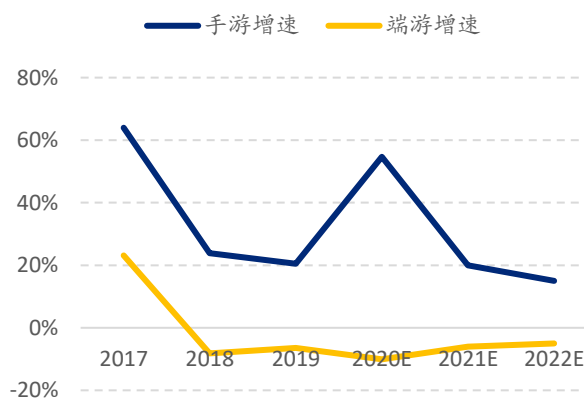
我们预计腾讯游戏业务将保持稳健增长，预计未来三年年均复合增长 23%，继续领先行业平均增速。短期来看，腾讯新游戏值得期待，包括大 IP 《DNF 手游》和《英雄联盟手游》；长期来看，电竞和游戏出海将成为新的增长驱动力。

图表 17: 中国手游市场增速放缓



资料来源：CNG、浦银国际

图表 18: 腾讯游戏收入增速



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

短期来看，新游戏值得期待，包括《DNF 手游》和《英雄联盟手游》。《DNF 手游》和《英雄联盟手游》值得关注，自带 IP 流量，有极大机会冲击手游畅销榜 Top 10。根据 Sensor Tower 统计，在 2019 年端游收入排行中，《英雄联盟》和《DNF》是最吸金的两款端游。发布时间方面，《DNF 手游》原定于 8 月份上线，暂时延迟；而《英雄联盟手游》已经在东南亚等地测试。

图表 19: 腾讯手游国内 iOS 流水排名 (1H20)

排名	游戏名称	排名	游戏名称
1	王者荣耀	18	QQ 炫舞
2	和平精英	23	完美世界
11	QQ 飞车	24	欢乐斗地主
12	穿越火线	26	新剑侠情缘
13	火影忍者	28	跑跑卡丁车

资料来源: 七麦数据、浦银国际































图表 20: 游戏月活用户数 Top 10 (2020 年 7 月)

排名	游戏名称	排名	游戏名称
1	王者荣耀	6	我的世界
2	和平精英	7	爱上消消消
3	开心消消乐	8	贪吃蛇大作战
4	欢乐斗地主	9	球球大作战
5	穿越火线	10	迷你世界

资料来源: QuestMobile、浦银国际

根据 Sensor Tower 数据显示, 2020 年 8 月腾讯《PUBG Mobile》和《和平精英》全球流水 2.21 亿美元, 较 2019 年 8 月增长 25.5%, 蝉联全球手游收入榜冠军。其中, 中国地区贡献了 59% 的收入, 美国和日本玩家分别贡献 9.5% 和 5.2%。腾讯《王者荣耀》8 月收入超过 2.04 亿美元, 同比增长 25.5%, 位列榜单第二名。

图表 21: 全球移动游戏收入 Top 10 (2020.08)

Overall Revenue			App Store Revenue			Google Play Revenue		
1	 PUBG Mobile Tencent	-	1	 Honor of Kings Tencent	-	1	 Fate/Grand Order Sony	▲
2	 Honor of Kings Tencent	-	2	 PUBG Mobile Tencent	-	2	 Lineage M NCSOFT	-
3	 Fate/Grand Order Sony	▲	3	 Pokémon GO Niantic	▲	3	 Pokémon GO Niantic	-
4	 Pokémon GO Niantic	-	4	 Fate/Grand Order Sony	▲	4	 Monster Strike Mixi	▼
5	 Monster Strike Mixi	▼	5	 Roblox Roblox	▼	5	 Coin Master Moon Active	-
6	 Roblox Roblox	▼	6	 Knives Out NetEase	-	6	 Garena Free Fire Garena	▲
7	 Knives Out NetEase	▲	7	 Three Kingdoms Strategic Alibaba	▼	7	 Gardenscapes Playrix	▲
8	 Lineage M NCSOFT	▲	8	 Fantasy Westward Journey NetEase	▲	8	 Rise of Kingdoms Lilith Games	▲
9	 Gardenscapes Playrix	▲	9	 Homescapes Playrix	▲	9	 PUBG Mobile Tencent	-
10	 Coin Master Moon Active	▼	10	 Monster Strike Mixi	▼	10	 Roblox Roblox	★

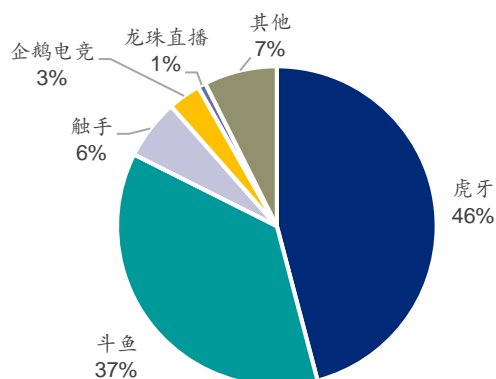
注: 数据未包括中国及其他地区的第三方安卓市场

资料来源: Sensortower、浦银国际

• 长期来看，我们仍然对腾讯的游戏业务充满信心

1. **MOBA 的长生命周期，将持续输出。**《英雄联盟》自从 2009 年推出后，连续多年保持端游收入第一，通过持续推出新英雄、新皮肤和更新玩法，来吸引玩家回流，维持流水的稳定增长。截至 2020 年 9 月，《英雄联盟》已经推出超过 150 位英雄。而《王者荣耀》自 2015 年底正式发行后，截至 2020 年 9 月推出超过 100 位英雄，我们认为《王者荣耀》将依旧长期霸榜。
2. **看好电竞的增长潜力。**电竞的收入主要由赞助商支持、政府扶持、版权售卖和衍生品开发等几部分构成，但目前电竞的商业化还处于非常初级的阶段。电竞赛事可以在线上举办，受到地域和空间限制少，商业化潜力更大。腾讯已经成为电竞领域的全产业链的绝对龙头，除了握有电竞核心游戏的 IP 外，腾讯还是游戏直播平台的虎牙和斗鱼的第一大股东，两者的市场份额合计超过 80%。随着虎牙和斗鱼的合并，市场份额将进一步向头部集中。

图表 22: 中国游戏直播平台市场份额 (2019 年)



资料来源：前瞻研究院、浦银国际

图表 23: 电竞产业链



资料来源：艾瑞、浦银国际

3. **海外扩张，更值得关注。**截至目前，腾讯已经推出了 480 款游戏产品，连接来自 200 多个国家和地区的超过 8 亿用户。根据腾讯 2019 年第四季度披露，其海外游戏收入占其游戏收入的 23%，主要为《英雄联盟》、《PUBG Mobile》和 Supercell 的旗下游戏等。此外，近十年来，腾讯也投资了多家海外游戏公司，发力海外市场或成为腾讯游戏新的增长点。

图表 24: 腾讯近年投资的部分海外游戏公司

投资时间	被投资公司	国家	持股比例
2010	GH Hope Island	韩国	-
2010	Eyedentity	韩国	-
2010	Redduck	韩国	-
2010	Nextplay	韩国	-
2010	Topping	韩国	-
2010	Reloaded	韩国	-
2010	Studio Hon	韩国	-
2012	Level up	新加坡	100%
2012	Kakao	韩国	14%
2012	Epic Games	美国	48%
2012	Zam	欧洲	-
2013	动视暴雪	美国	6%
2013	Plain Vanilla	冰岛	-
2014	4:33 Creative lab	韩国	25%
2014	Playdots	美国	-
2014	Aiming	日本	17%
2014	Artillery	美国	-
2014	CJ Games	韩国	28%
2014	TapZen	美国	-
2014	PATI Games	韩国	-
2015	拳头公司	美国	100%
2015	Glu Mobile	美国	42%
2015	Miniclip	瑞士	-
2015	Pocket Gems	美国	20%
2016	Supercell	芬兰	84%
2016	Paradox Interactive	斯德哥尔摩	5%
2017	Frontier Developments	英国	9%
2018	育碧	法国	5%
2018	Kakao Game	韩国	-
2018	Grinding Gear Games	新西兰	-
2018	Dream11	印度	-
2018	蓝洞	韩国	10%
2019	Sharkmob	瑞典	-
2019	Fatshark	瑞典	36%

资料来源: IT 桔子、浦银国际

思考五：腾讯视频如何盈利？

- 中国长视频平台三足鼎立格局，付费用户数破亿

目前，中国长视频行业整体格局为优酷、爱奇艺和腾讯视频三足鼎立，其背后分别为阿里巴巴、百度和腾讯三大巨头。截至今年上半年，腾讯视频付费会员数为 1.14 亿，位居行业第一，而爱奇艺 1.05 亿，位居第二，长视频领域已经步入亿会员时代。

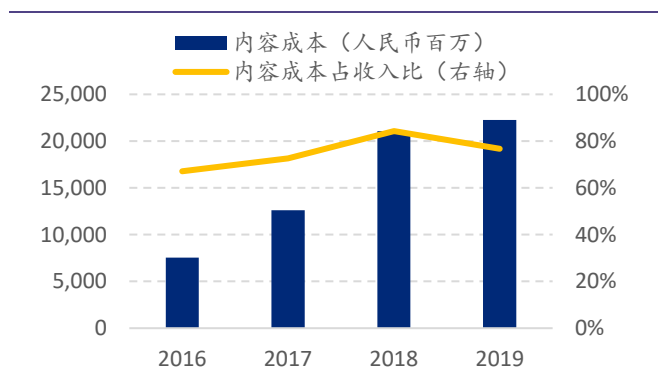
- 实现盈利的关键：节流+开源，即降低内容成本和增加会员收入

巨额的内容成本使得目前长视频行业难以盈利。2019 年腾讯视频亏损约 30 亿元人民币，而爱奇艺全年亏损 103 亿。由于腾讯视频未单独披露，行业数据可参考爱奇艺财报，其内容成本约为收入的 70-80%。从 2018 年起，“限薪令”的实施有效地降低了影视剧的内容制作成本。此外，增加自制内容也是降低内容成本的有效手段。内容成本占收入的比重呈下降趋势。

提高会员 ARPU（单用户收入贡献）是开源的关键。国内长视频网站的收入模式主要依赖会员服务和广告收入，头部企业的会员收入在 2018 年逐渐超过广告收入。我们认为贴片广告收入上升空间有限，未来收入增长仍将来自于会员收入。而付费会员已迈入亿会员时代，增速逐渐放缓，会员 ARPU 的提升将是未来主要增长点。

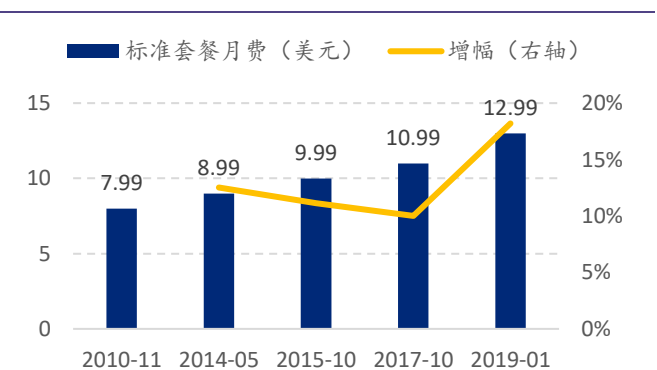
而国外 Netflix 收入模式，98% 收入来自会员收入。国内视频网站包月的价格为 15-20 元左右，远低于 Netflix 标准账户每月 12.99 美元的价格。此外，Netflix 在近十年来，提价五次，从 7.99 美元提升至 12.99 美元，仍能维持会员收入的稳定增长。而 Netflix 的核心优势在于能够持续地提供高质量的影视剧内容作品，从而吸引用户并维持用户粘性。

图表 25: 爱奇艺内容成本占收入比



资料来源：前瞻研究院、浦银国际

图表 26: Netflix 标准月费价格持续上涨 (美国)



资料来源：公司官网、浦银国际

- **腾讯视频亟需打造出经典 IP**

腾讯视频的优势在于，无论是文学、动漫、游戏还是影视，都有布局。腾讯通过阅文集团、腾讯影业、企鹅影视等，覆盖 IP 原创、影视制作、内容分发全产业链，拥有巨大协同效应。腾讯视频平台亟需打造出平台独有的经典 IP，进而树立品牌形象，而如何把 IP 价值最大化，也是腾讯大文娱业务需要面临的长期思考。

- **普遍亏损，或成为行业整合的原动力**

2020 年 6 月 16 日，据路透社报道，腾讯已经与拥有超 56% 爱奇艺股权的百度进行接洽，计划成为爱奇艺最大股东。对于这笔交易，目前尚无官方消息，在操作层面也存在很大难度，但我们认为行业的长期亏损才是合并背后最大的原动力。

如果交易达成，潜在的行业整合将有利于改变行业格局，形成绝对的龙头地位，届时行业有望迎来盈利拐点。一方面，分发渠道进一步集中，从而提升对上游内容提供方的议价能力和对下游用户的提价能力。另一方面，两者的各自优势也将带来更多协同，比如腾讯的版权资源和爱奇艺的内容制作能力。而对于长视频行业未来的进一步整合的可能性，我们仍有待观察。

思考六：广告业务是否还会继续克制？

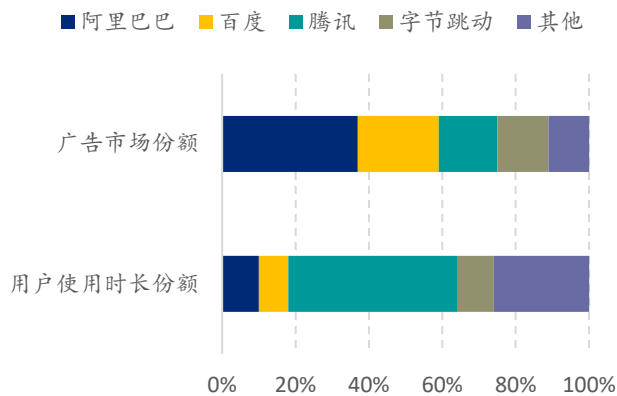
- 腾讯在广告变现方面，整体上较为克制

广告是互联网企业最为普遍的变现模式，但同时也是对用户体验影响最大的方式之一。腾讯虽然拥有微信和QQ两大流量入口，并没有简单粗暴的对其巨大流量进行直接收割，而是通过在社交流量基础之上运营增值服务，形成稳定的现金牛业务，从而形成一种可持续的盈利模式。

腾讯虽然占据中国互联网约46%用户时长，但其广告收入占比仅为16%。以字节跳动为例，超过八成来自广告收入。而腾讯2019年广告收入占其总收入不到20%，收入结构更加多元化，并不严重依赖广告收入。如果从单用户的广告收入来看，腾讯的广告变现率也是极为克制的。

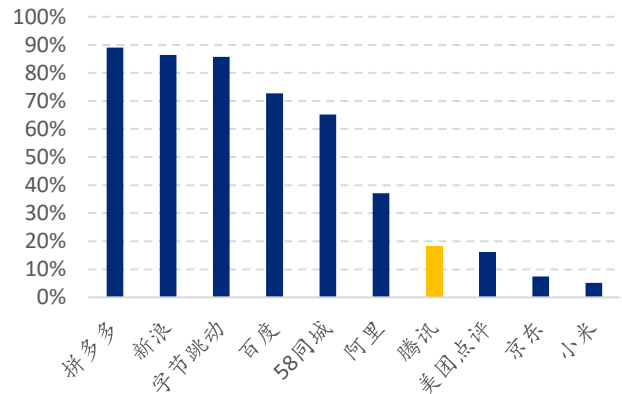
社交类产品对广告的容忍度较低。微信作为流量总入口，如果过度商业化变现，将极大地影响用户体验和流量根基。社交类产品的广告加载率相对较低，因为相对于媒体类产品，社交用户对于广告的容忍度更低，在心理上会倾向于将社交产品领域视为自己的“私域”。

图表 27: 互联网巨头用户时长 vs 广告收入



注：字节跳动收入为市场预估值
资料来源：Trustdata 2019.06、浦银国际

图表 28: 互联网企业各自广告收入占比(2019年)



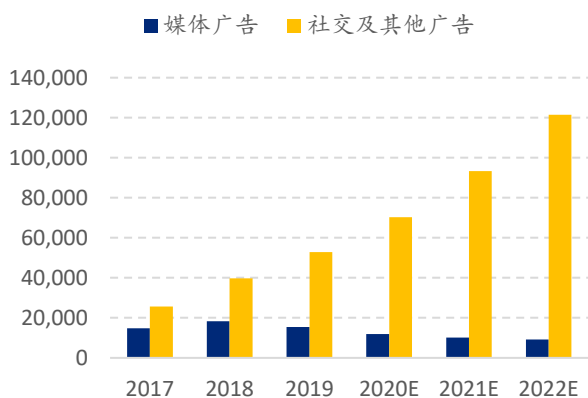
注：字节跳动收入为市场预估值
资料来源：易观国际、浦银国际

• 社交广告是腾讯广告业务的主要驱动

社交用户对于广告的容忍度更低，并不意味着社交与广告是天然对立的，相反，由于强交互，社交广告位价值也要高于其他广告位。目前，腾讯的社交广告主要包括朋友圈广告、公众号、小程序、Qzone、QQ看点、QQ浏览器和腾讯应用宝等，其中朋友圈广告收入占比最大。我们认为社交广告仍然是腾讯广告业务的主要驱动，预测腾讯的社交广告收入未来三年年均复合增长29%。腾讯会在保障用户体验的前提下，逐步增加广告位。

微信会逐渐放开体系下弱社交属性区域的广告位。我们认为微信在主界面的广告加载仍会极为谨慎，而对于次级入口及以下的应用场景，或许会更加积极地去尝试增加广告位，例如在搜一搜、看一看、小程序以及视频号等位置。此外，微信仍需不断提升广告算法，进而最大程度地降低对用户体验的影响。

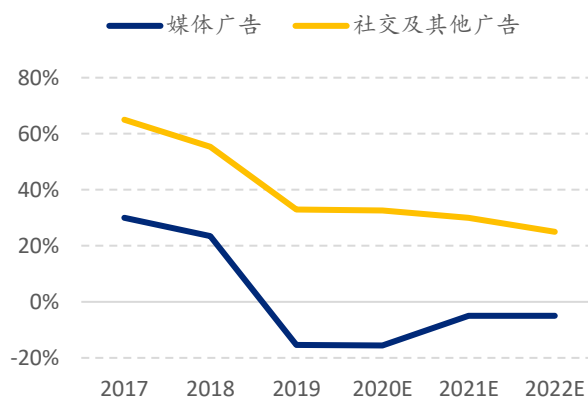
图表 29: 腾讯社交广告将成为主要增量 (人民币百万)



E=浦银国际预测

资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 30: 腾讯社交广告收入增速高于媒体广告



E=浦银国际预测

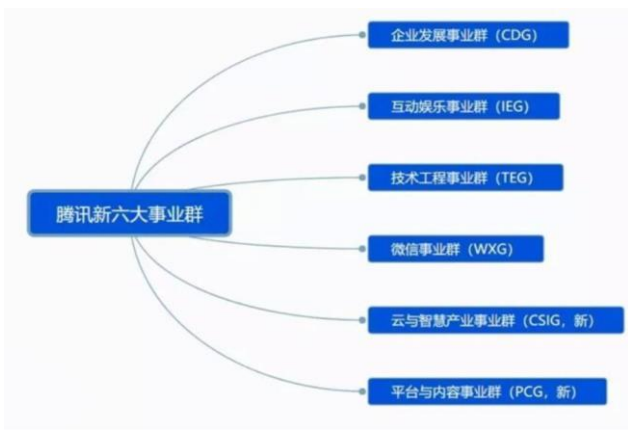
资料来源: 公司财报、浦银国际

思考七：产业互联网，To B or not To B？

- 产业互联网，是互联网的下半场

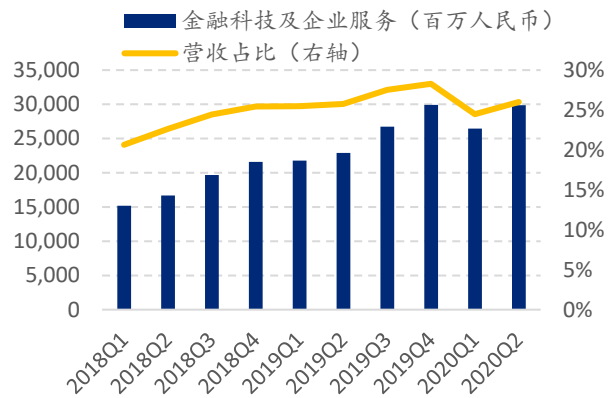
腾讯将扎根消费互联网，拥抱产业互联网。2018年，腾讯升级内部架构，新成立云与智慧产业事业群，从此把To B业务提升到了一个前所未有的战略高度。在腾讯的理念里，不管To C还是To B，归根结底都是To C，要么直接To C，要么通过改善B端运营效率来更好服务C端。

图表 31: 2018 年腾讯内部架构调整



资料来源：腾讯官网、浦银国际

图表 32: 腾讯 To B 业务收入占比逐年提升



资料来源：公司财报、浦银国际

腾讯的产业互联网业务还处在早期，需要通过一些标杆项目来吸引更多的合作机会。产业互联网是以产业为基础，更加注重供应链的协同集成与优化、讲究通过数字运营来降本增效。腾讯在产业互联网，以云、AI、安全、LBS 等为底层基础设施，深耕垂直行业，扮演好“数字化助手”的角色。腾讯的优势在于可以利用自身的海量大数据来协助企业做好服务。腾讯可以通过C端的经验，释放给产业互联网的合作伙伴，进而来提升整体流转效率。

图表 33: 消费互联网与产业互联网对比

	消费互联网	产业互联网
用户	消费者	产品服务提供者
涉及领域	衣食住行	研发、制造、营销、售后、融资
发展意义	居民日常生活方便快捷	提升产品创新与服务能力
基础设施	云计算、大数据、移动互联网	物联网、智能制造、云计算、大数据、移动互联网

资料来源：浦银国际

腾讯的 B 端客户的主要包括游戏、电子商务、社交、智慧交通、金融、零售、医疗保健及教育等领域。金融方面，腾讯为中行、建行及中国人保等头部金融机构提供云计算、大数据、智能风控等金融科技服务，帮助金融业数据化转型。零售电商方面，依托于腾讯电商生态资源，零售商可向消费者提供更为精准的营销以提高运营效率。

此外，腾讯在积极以 To G 为突破口，助力数字化升级。例如广东省在 2018 年发布的“粤省事”公众号和小程序，提供了线上办理护照通行证预约、社保医保等多项民生服务。疫情进一步加速了政务数字化升级，“防疫健康码”已累计亮码超 80 亿人次；“腾讯健康”累计提供了超过 100 亿次的疫情动态查询服务和超过 1500 万人次在线问诊服务。过去五年，腾讯政务已服务近 30 部委、30 个省、500 座城市、10000 个社区，为 9 亿民众提供超过 1000 项移动政务服务。此外，腾讯近期发布 WeCity2.0 版本，将继续深耕智慧城市蓝海，我们认为在新基建政策的推动下，智慧城市的市场需求将得到进一步的释放。

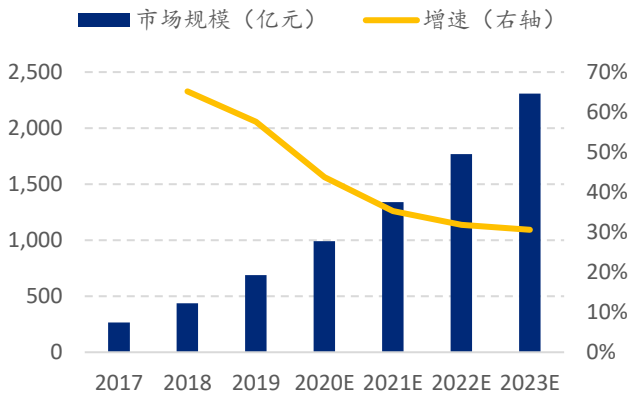
• 产业互联网的打造，将以云计算为核心

受益于对云计算的巨大需求，腾讯云业务增长迅猛。我们认为企业上云是长期趋势，云计算行业在未来几年仍将保持高速增长。随着 5G 时代的到来，数据量将迎来又一次的爆发式增长，也为云储存创造了极大的市场需求。根据中国信通院数据，2020 年我国公有云市场规模有望达到 950 亿，同比增长 42%。在 2018 年，只有 10.1% 的中国传统企业使用云服务，远低于美国的 49.2%，增长空间巨大。2019 年，腾讯云全年营收超 170 亿元，同比增长约 90%，领先于行业增速，付费客户数突破 100 万。

腾讯的投资生态有助于其云服务业务的快速渗透。截至目前，腾讯云已有超过 8000 家合作伙伴，服务超过 20 万的企业客户，为 20 多个行业提供超过 300 个行业解决方案。其中，来自合作伙伴业务的收入在整个腾讯云占比约 30%。

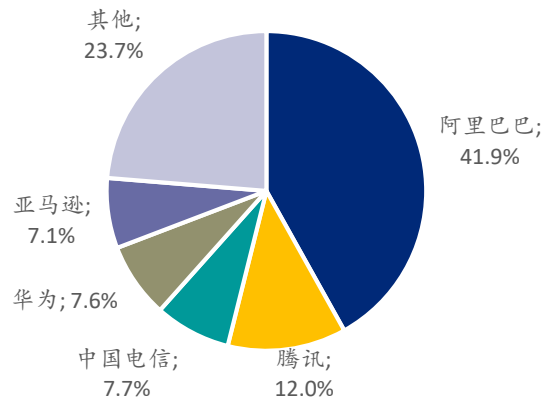
云业务将是寡头垄断的竞争格局。根据信通院公布的数据，2019 年下半年，阿里云在国内公有云市场份额占据 41.9%，位居第一，其次为腾讯云 12.0%，排名第二。云业务属于资本和技术密集型，行业壁垒高。腾讯宣布未来 5 年将投入 5000 亿元人民币用于新基建的进一步布局，包括云计算、人工智能、区块链、服务器、大型数据中心 5G 网络、网络安全等重点领域，陆续在中国兴建多个百万级服务器规模的大型数据中心。我们认为，长期来看，市场份额会进一步向头部集中。

图表 34: 中国公有云市场规模



E=中国信通院预测
资料来源: 中国信通院、浦银国际

图表 35: 中国公有云市场份额 (2019H2)

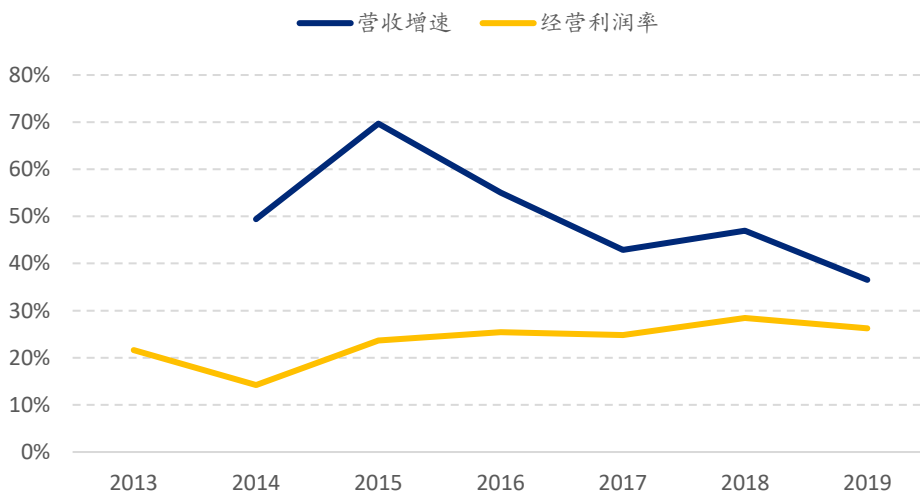


资料来源: 中国信通院、浦银国际

云计算长期利润可期。腾讯云目前仍未盈利，但长期利润率可参考亚马逊 AWS (Amazon Web Service)。AWS 在连续亏损多年后，目前营收保持在 35% 以上的增速，经营利润率可达到 25-30%，主要得益于强劲的市场需求。利润率的提升主要得益于规模经济：单个服务器购买成本随采购数量增加而下降，且后期维护成本较低，主要是机器的折旧成本。近日，国内最大的公有云提供商阿里云也宣布有望在 2021 财年实现盈利。我们认为云计算长期利润可期。

除此之外，腾讯云不断向下游渗透。腾讯通过“千帆计划”，与微盟、金蝶等 50 多个头部 SaaS 厂商通力协作，使得行业型 SaaS 与通用型 SaaS 相互连通。SaaS 业务占比的提升也将带动云计算整体利润率的改善。

图表 36: AWS 营收增速和经营利润率



资料来源: 公司年报、浦银国际

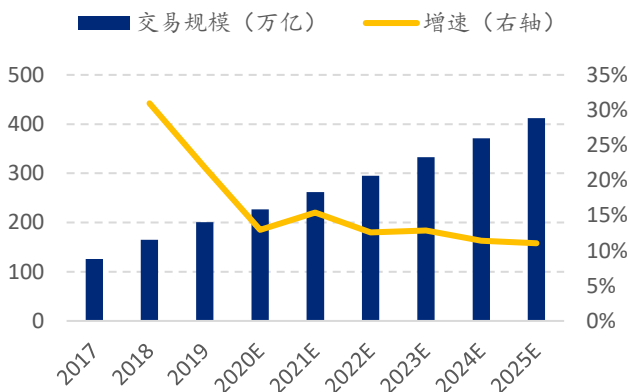
思考八：腾讯的金融科技值多少钱？

我们测算腾讯金融的估值约 1800 亿美元。在 2019 年金融科技及企业服务业务当中，金融科技的收入为 844 亿，约占八成。除此之外，腾讯也通过参、控股方式先后布局证券、保险、基金销售等领域。如果参照蚂蚁金服的估值，约合 15x 2019 年 P/S，我们预测腾讯金融估值约 1800 亿美元，相当于 10x 2021 年 P/S（基于我们的收入预测）。随着蚂蚁金服的 IPO，市场对于金融科技的估值体系将更加清晰，或带动估值的进一步提升。

移动支付市场格局将保持寡头垄断。近三年来，中国移动支付的市场格局没有显著变化，烧钱抢市场阶段基本结束。按交易额计算，在 2020 年一季度，腾讯支付的市场份额为 39%，仅次于支付宝的 55%。

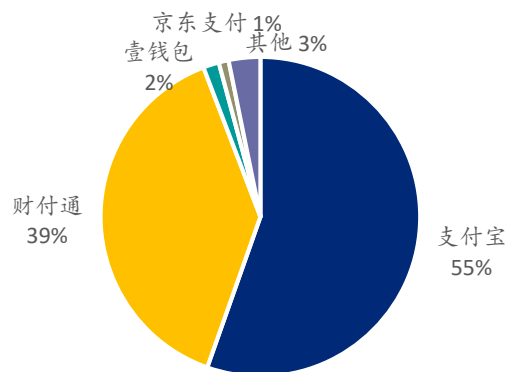
根据《非银行支付机构关于客户投诉及处理情况的信息披露公告》数据测算，财付通在 2019 年日均交易约 15.1 亿笔，而支付宝日均交易约 6.3 亿笔。按日均交易笔数计算，腾讯排名第一；但由于单笔交易金额较低，按交易额计算则落后于支付宝。

图表 37: 中国数字支付市场规模



资料来源：艾瑞咨询、浦银国际

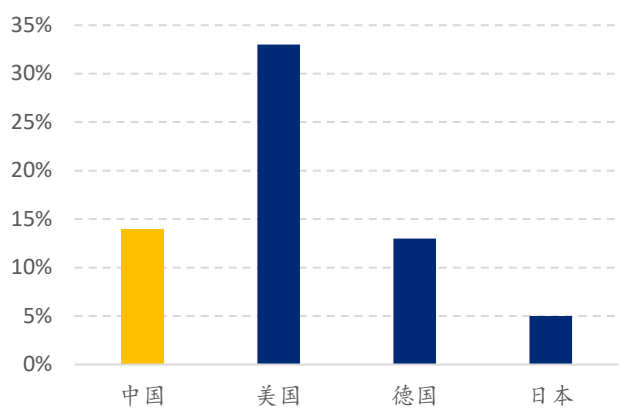
图表 38: 中国移动支付市场份额 (2020Q1)



资料来源：易观国际、浦银国际

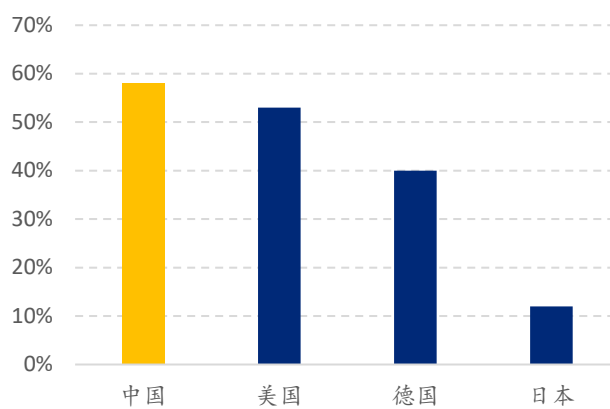
我们预测，腾讯的金融科技收入未来三年年均复合增长 26%。目前，支付业务是金融科技的主要收入来源，未来增长将受益于交易笔数增加和费率率的提升。根据艾瑞预测，我国数字支付市场规模未来三年年均复合增长 14%。此外，移动支付行业格局基本稳定，支付宝和财付通自 2019 年开始，提升相应费率，变现能力逐步提升。与此同时，高毛利率的理财和微贷业务增长迅速，市场增长空间巨大，未来也将进一步释放利润。

图表 39: 消费信贷余额占现金与存款比重 (2019 年)



资料来源: 奥纬咨询、浦银国际

图表 40: 现金及存款占个人可投资资产的比重 (2019 年)



资料来源: 奥纬咨询、浦银国际

思考九：如何看待腾讯的投资？

- 腾讯的投资版图不断扩大，从封闭到开放

截至目前，腾讯已投资 800+ 企业，其中 70 多家已上市，逾 160 家成为市值或估值超 10 亿美金的独角兽。流量和资本开放，推动腾讯系生态版图进一步扩张，从而促成内生增长和外部协同的双轮驱动。腾讯过去的投资以与自身业务更为协同的“大文娱”板块为核心，然后逐步向外围领域扩散，不断扩张投资版图。

- 腾讯投资，不只是投资收益

腾讯的投资边界远超过其他中国互联网公司，投资版图已经覆盖了半壁江山，成为中国互联网公司的集大成者。在巨额流量加持下，腾讯的投资公司，逐渐成长为多个细分赛道的行业龙头。投资腾讯，也同时投资了中国互联网行业多个细分行业的独角兽企业。

腾讯与被投资公司相辅相成，逐步构建起日趋完善的腾讯互联网生态，也为未来更多的战略合作创造可能性。我们认为腾讯未来的大会员体系将进一步打通其内部产品及其投资的战略合作伙伴体系，值得期待。

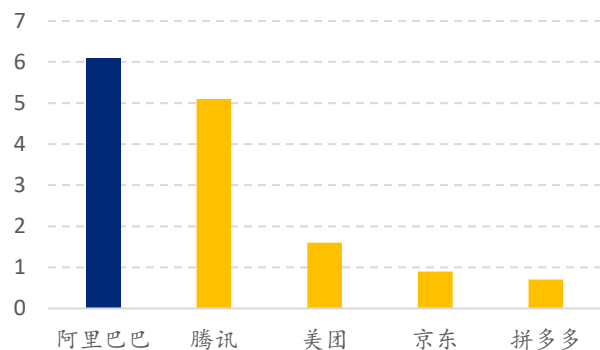
腾讯投资不追求绝对控股，大多数股权比例在 20% 左右。而且，腾讯充分尊重创始人团队的决策，并提供相应的投后服务。目前，按市值排名前五的中国互联网公司中，除了阿里巴巴，腾讯系占据四席，包括腾讯，美团，京东和拼多多。如果贝壳算是广义互联网公司，那么腾讯系在 Top 6 中，占据五个席位。而在恒生科技指数中 30 家公司里，腾讯系占据 12 席。

图表 41: 腾讯投资生态日益丰富



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 42: 中国互联网 Top 5 (按市值, 万亿港元)



资料来源：Wind、浦银国际

图表 43: 腾讯布局细分赛道行业龙头

代码	上市公司	所属行业	持股比例	其他
3690.HK	美团点评	本地生活服务	20.8%	恒生科技指数
9988.HK	京东	电商	17.0%	恒生科技指数
3888.HK	金山软件	游戏	7.8%	恒生科技指数
772.HK	阅文集团	在线阅读	57.1%	恒生科技指数
6060.HK	众安在线	金融科技	10.2%	恒生科技指数
2013.HK	微盟	企业服务	8.0%	恒生科技指数
780.HK	同程艺龙	在线旅游	22.4%	恒生科技指数
1797.HK	新东方在线	在线教育	9.7%	恒生科技指数
1896.HK	猫眼娱乐	在线票务	13.9%	恒生科技指数
136.HK	恒腾网络	社区服务	22.0%	恒生科技指数
2858.HK	易鑫集团	汽车电商	20.6%	恒生科技指数
PDD.US	拼多多	电商	16.5%	
TME.US	腾讯音乐	在线音乐	57.0%	
BILI.US	哔哩哔哩	在线视频	13.3%	
DOYU.US	斗鱼	电竞直播	38.0%	
SOGO.US	搜狗	搜索	39.2%	
BEKE.US	贝壳	在线房产	12.3%	

资料来源: 公开资料整理、浦银国际

- **企业服务、金融科技、教育和医疗等领域，将成为腾讯未来的投资重点**

一方面，这些领域，是刚需，有足够大的市场；另一方面，在线渗透率并不高，未来还有很大的提升空间，但是需要更为长期的过程，和腾讯在产业互联网的战略布局一致。从2019年的腾讯投资行业分布来看，腾讯在企业服务、金融科技、教育和医疗等领域都有所侧重。

截至目前，腾讯在四个领域的现有投资标的包括：

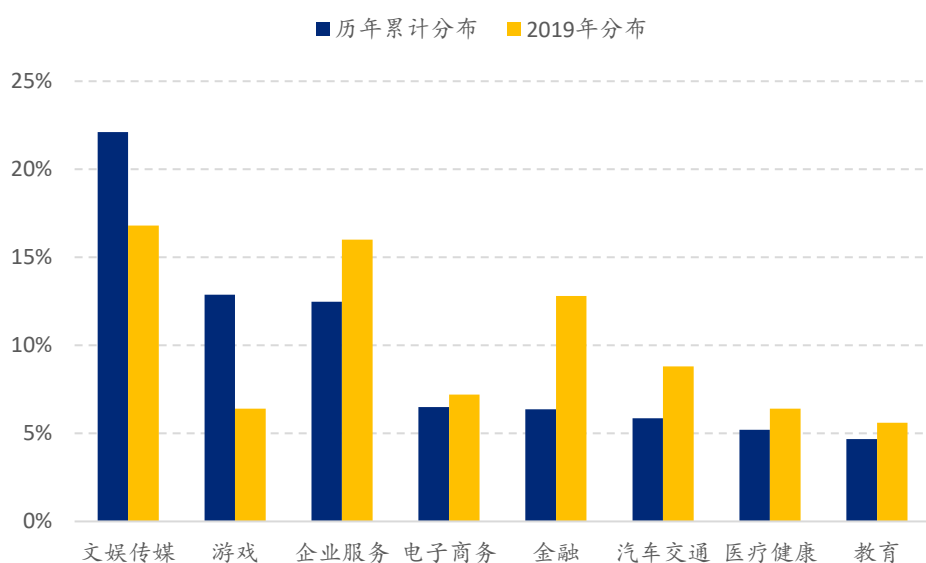
企业服务：微盟、销售易、法大大、东华软件、金山软件等；

金融科技：微众银行、中金公司、富途证券、众安在线、水滴筹等；

教育领域：新东方在线、猿题库、VIPKID、考虫等；

医疗领域：丁香园、微医、好大夫在线、企鹅医生、新氧等。

图表 44: 腾讯投资按行业分类占比



资料来源：IT桔子、浦银国际

思考十：美国禁令对腾讯有什么影响？

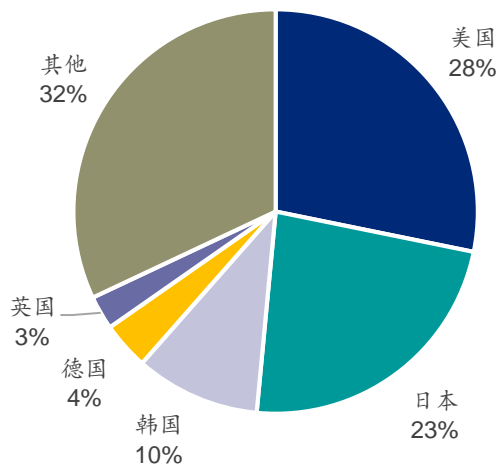
- 美国禁令对收入的直接影响有限

今年九月份，美国限制使用微信海外版，此前腾讯股价也有所反映。在腾讯二季度业绩会上，腾讯披露公司在美国的收入只占其总收入的 2%，禁令对其收入影响有限。

- 悲观情境：更担心的是游戏业务

相比于封杀微信，我们更担心限制政策会延伸至游戏领域。腾讯在 2019 年第四季度公曾布其海外游戏收入占总体收入的 23%。潜在影响包括：一方面，腾讯在美国投资的数十家游戏公司（多数未并表）业务或受到影响；另外，腾讯游戏的海外发行，仍依赖于 Facebook、谷歌、iOS 商店等美国互联网公司旗下渠道。但我们认为上述事件发生概率较低。

图表 45：中国自主研发手游海外销售收入分布（2019 年）



资料来源：伽马数据、浦银国际

- 外部政策的不确定性影响腾讯出海节奏

国内微信用户数增长已经达到瓶颈，而腾讯未来十年的增长，除了深挖现有国内用户，全球扩张也被视为新的增长点。由于在海外市场，腾讯的微信的社交优势将无法体现，将更多的依赖资本力量推动以及腾讯生态优势带来合作的可能性。由于互联网业务相对独立，不太涉及全球产业链分工，或主要影响未来进一步海外扩张的可能性。

估值分析与预测

● 首予“买入”评级，目标价 700 港元

由于腾讯包含不同的业务种类，我们采用分部加总法对其进行估值。腾讯是中国互联网公司的集大成者，其广泛业务及投资布局构成了中国最完善的互联网生态系统。微信是我国互联网中最大的流量池，龙头地位难以撼动；产业互联网将成为公司未来新的增长点。我们给予“买入”评级，12 个月目标价为 700 港元。

由于增值服务和网络广告业务是公司的主要收入和利润来源，且盈利水平相对稳定，我们对两个业务分部分别采用 25x 和 20x 2021E 的 EV/EBIT 估值；金融科技和企业服务仍将保持高速增长，但盈利水平尚未企稳，我们采用 10x 的 2021E EV/Sales。

我们的目标价 700 港元，分别对应 46x 和 36x 的 2021E 和 2022E 市盈率。

图表 46: 腾讯估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY21E		估值方法		估值
	收入	经营利润	EV/EBIT	EV/SALES	
增值服务	305,786	107,025	25		2,675,625
金融科技其企业服务	178,341			10	1,783,411
网络广告	103,599	31,080	20		621,595
其他	9,542			3	28,627
其他投资					615,824
净现金					120,158
市值(人民币 百万)					5,845,240
人民币/港币					0.87
市值(港元 百万)					6,718,667
股数(百万)					9,603
目标价(港元)					700

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

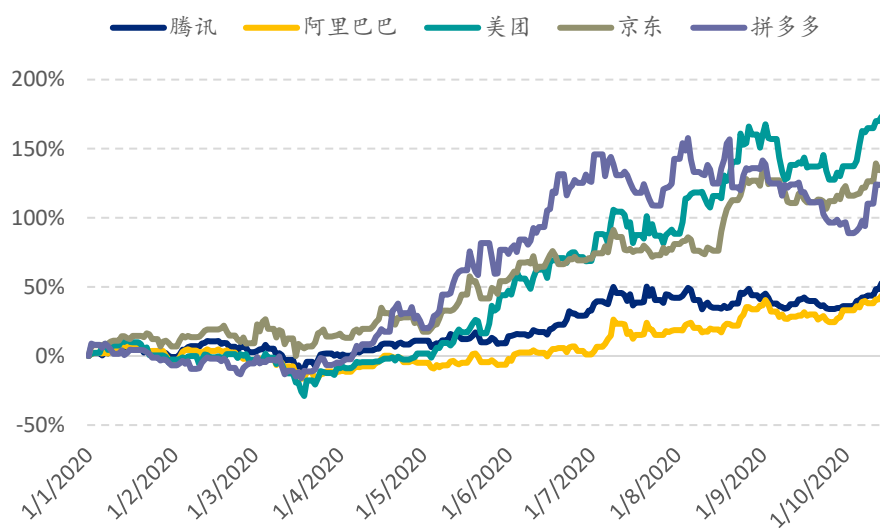
图表 47: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	P/S	P/E(市盈率)			
					2018A	2019A	2020E	2021E
700 HK EQUITY	腾讯	709,254	573.50	8.9	59.5	49.1	37.8	29.4
9988 HK EQUITY	阿里巴巴	831,161	297.60	7.8	N/A	58.3	26.2	29.4
3690 HK EQUITY	美团	211,264	278.40	9.9	N/A	308	310	73
NTES US EQUITY	网易	62,793	90.87	5.4	47.2	27.1	24.8	20.9
BIDU US EQUITY	百度	43,334	127.05	2.6	13.2	19.8	16.4	13.5
TCOM US EQUITY	携程	17,940	30.25	5.0	27.2	21.8	N/A	25.2
AMZN US EQUITY	亚马逊	1,724,879	3443.63	4.3	119.5	105.9	73.7	56.9
综合性平台平均				6.3	55.2	149.9	80.5	38.4
WB US EQUITY	微博	9,031	39.88	5.1	15.1	14.6	19.5	15.6
MOMO US EQUITY	陌陌	3,024	14.49	1.3	6.2	5.1	8.4	6.5
FB US EQUITY	Facebook	786,672	276.14	8.8	32.5	30.3	30.9	24.6
TWTR US EQUITY	Twitter	37,175	47	10.1	59.0	51.8	N/A	67.2
LN US EQUITY	LINE	12,418	51.26	5.2	713.0	N/A	N/A	N/A
社交平台平均				6.1	165.2	25.4	19.6	28.5
IQ US EQUITY	爱奇艺	17,204	23.45	3.8	N/A	N/A	N/A	N/A
NFLX US EQUITY	Netflix	244,362	554.09	9.0	172.4	135.3	83.2	59.0
DIS US EQUITY	Disney	233,039	128.96	3.5	18.7	22.7	86.0	49.1
视频流媒体平均				5.4	95.5	79.0	84.6	54.1
V US EQUITY	Visa	450,122	204.32	19.8	44.6	37.8	40.7	35.0
MA US EQUITY	MasterCard	346,207	345.84	20.4	53.6	45.0	51.8	39.8
PYPL US EQUITY	PayPal	243,741	207.74	10.4	86.7	67.6	55.7	45.9
支付平台平均				16.9	61.6	50.1	49.4	40.2
总平均				7.9	95.8	91.2	61.4	38.2

注: 腾讯、阿里巴巴和美团市盈率为浦银国际预测, 其余为 Bloomberg 一致预测; NA 代表公司亏损, 市盈率不适用, 10月14日数据

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 48: 中国互联网龙头公司 YTD 股价表现



注: 数据截至 2020 年 10 月 14 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 49: 腾讯远期市盈率



注: 数据截至 2020 年 10 月 14 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 投资风险

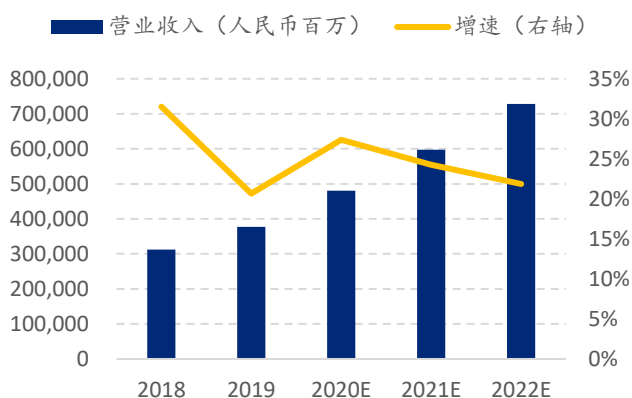
- 宏观经济增速放缓，或影响居民的收入，进而减少居民的在大文娱方面的消费支出，公司的相关收入将受到影响。
- 短视频平台的崛起，或侵蚀公司旗下部分应用的用户增长及用户时长，进而影响到平台的盈利能力。
- 海外市场不确定性，海外市场的政策变动将影响公司业务的运营。
- 我国云计算仍属于早期，前期需要大量资本开支，若云计算板块盈利能力不及预期，或拖累公司利润率水平。
- 美团政府最近颁布行政命令，限制使用微信海外版，或影响到腾讯旗下APP的用户增长，为海外扩张带来不确定性。

财务分析及预测

● 预计收入未来三年年均复合增长 24%

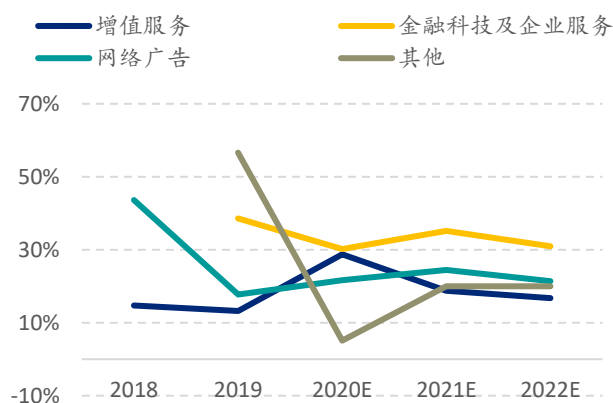
2019 年，腾讯收入同比增长 21%，达到 3,773 亿元人民币。调整后净利润为 976 亿，调整后净利率为 26%。我们预测公司收入未来三年年均复合增长 24%，金融科技和企业服务将成为主要增长点。

图表 50: 腾讯收入预测



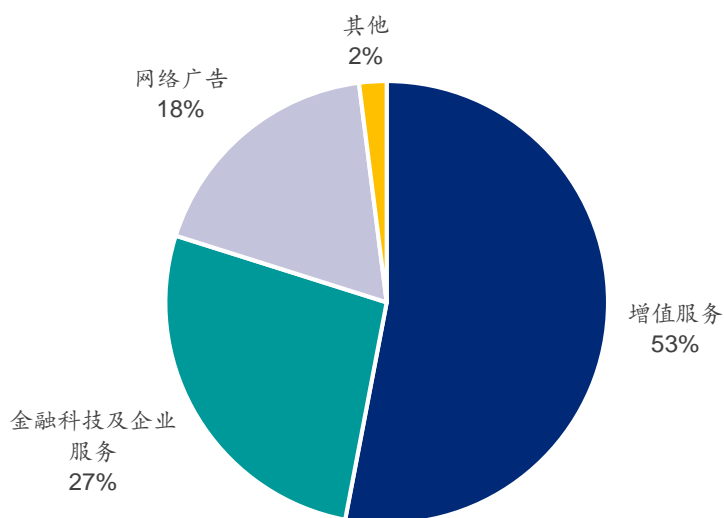
E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 51: 腾讯分部业务增速



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 52: 腾讯 2019 年分部收入



资料来源：公司年报、浦银国际

分部收入来看，腾讯以增值服务、金融科技及企业服务和网络广告业务为核心，三大业务板块分别占 2019 年收入的 53%、27%和 18%。我们预计各板块业务仍将保持稳健增长。其中增值服务是公司的基本盘，预计未来三年收入年均复合增长 21%；金融科技及企业服务板块是未来发力重点，我们认为金融科技及企业服务仍将保持高速增长，未来三年年均复合增长 32%；网络广告业务，未来三年年均复合增长 23%；其他业务板块未来三年年均复合增长 15%。

图表 53:公司财务预测

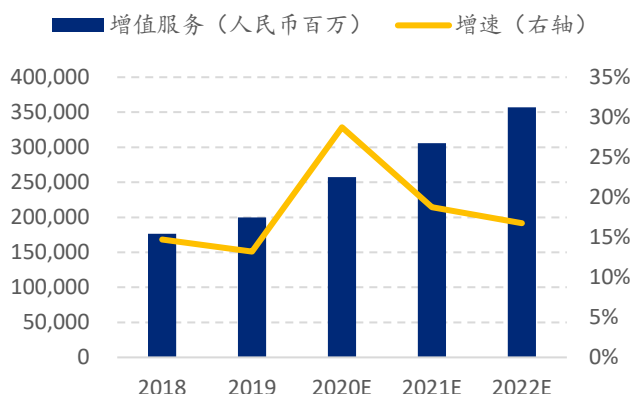
人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
合计收入	312,694	377,289	480,594	597,268	727,789
同比增长	32%	21%	27%	24%	22%
增值服务					
收入	176,646	199,991	257,478	305,786	357,098
同比增长	15%	13%	29%	19%	17%
金融科技及企业服务					
收入	73,138	101,355	131,955	178,341	233,466
同比增长	0%	39%	30%	35%	31%
网络广告					
收入	58,079	68,377	83,210	103,599	125,774
同比增长	44%	18%	22%	25%	21%
其他					
收入	4,831	7,566	7,952	9,542	11,451
同比增长	-89%	57%	5%	20%	20%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

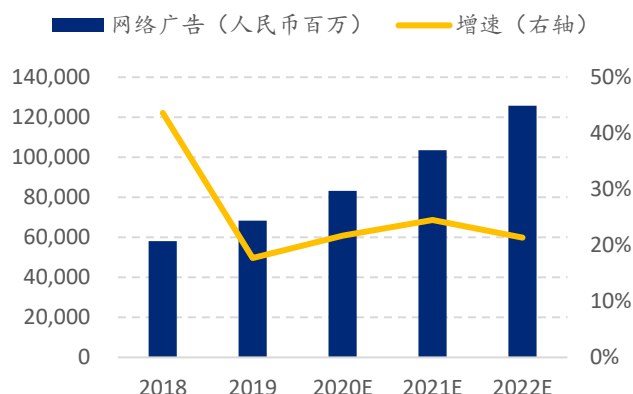
增值服务业务将保持稳健增长。2019 年增值服务收入为 2,000 亿，占总收入的 53%，近三年年均复合增长 23%。我们预计未来三年年均复合增长 21%，主要得益于网络游戏和社交网络收入的持续增长。我们预计增值服务收入占比将稳定在 50%左右。

图表 54: 增值服务收入预测



E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 55: 网络广告服务收入预测

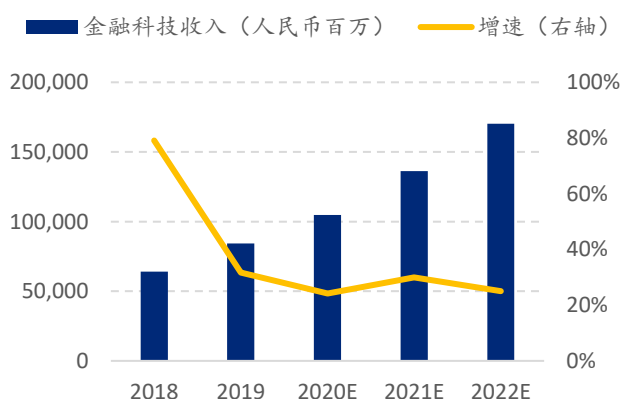


E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

社交广告驱动网络广告业务的增长。2019年,网络广告业务收入为684亿,同比增长18%,占总收入的18%。我们预测网络广告收入未来三年的年均复合增长分别为23%。我们预计媒体广告或将进一步下滑,而社交广告未来将受益于小程序、视频号广告等推动,未来三年年均复合增长近30%。

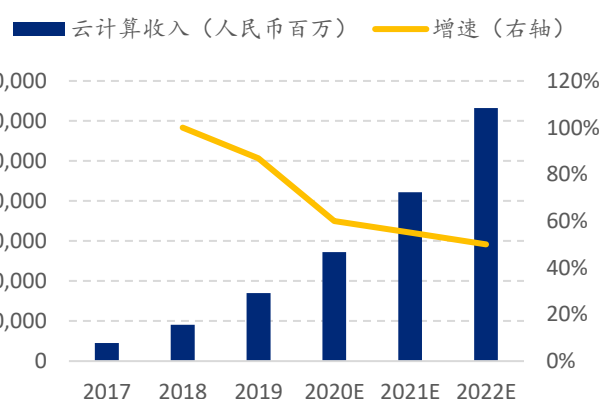
金融科技及企业服务是公司未来的增长点。2019年金融科技及企业服务收入为1014亿,同比增长39%。我们预计未来三年年均复合增长32%,金融科技及企业服务在2022年的收入占比预计将从2019年的27%增长至32%。

图表 56: 金融科技收入预测



E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 57: 云业务收入预测



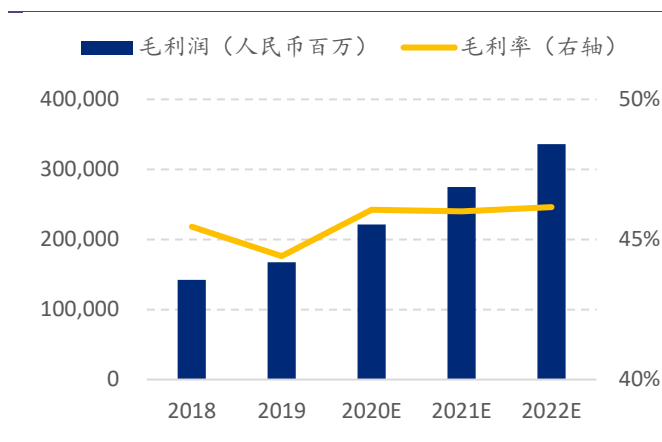
E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

● 利润率整体保持平稳

2019年毛利率为44%，GAAP净利率为25%，调整后净利率为26%。由于低毛利业务收入占比提升，而各分部的毛利率的逐步改善将一定程度上抵消这种影响。

我们预测2020-2022年，公司调整后净利润分别为1269亿，1632亿和1966亿，三年年均复合增长26%。

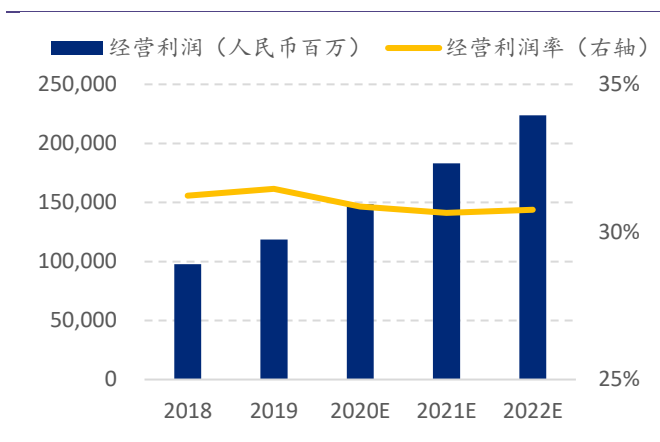
图表 58: 腾讯毛利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

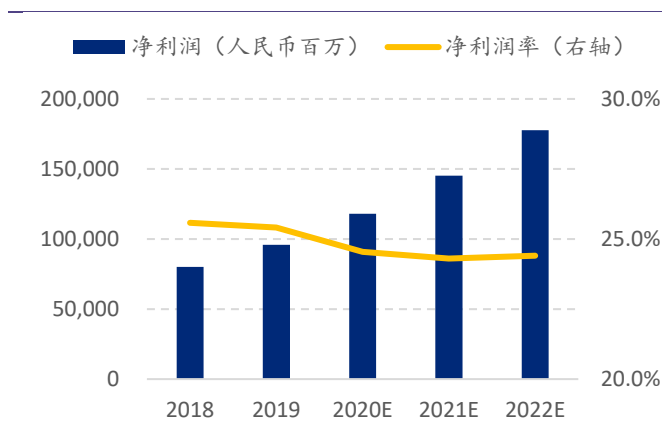
图表 59: 腾讯经营利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

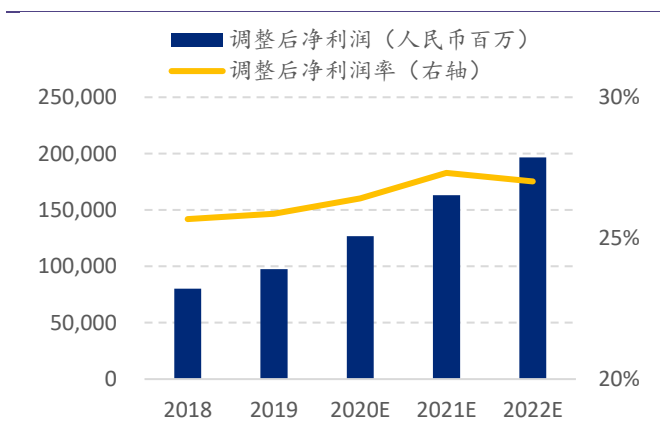
图表 60: 腾讯净利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 61: 腾讯调整后净利润预测



E=浦银国际预测

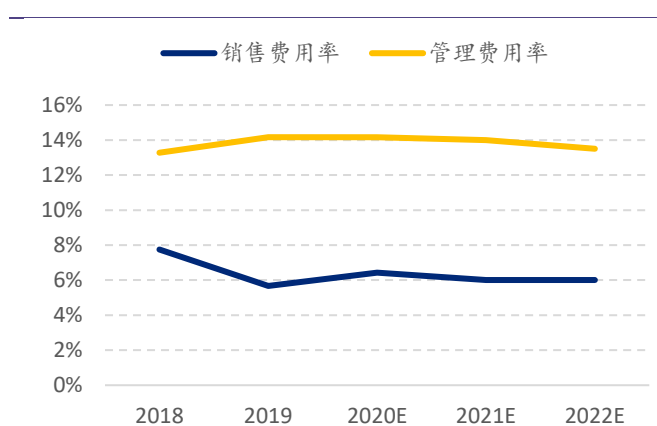
资料来源：公司财报、浦银国际

从分部业务毛利率来看，2019 年增值服务毛利润和毛利率分别为 1059 亿和 53%；金融科技及企业服务为 275 亿和 27%；网络广告为 335 亿和 49%；其他业务为 6 亿和 8%。

增值服务是公司毛利率最高的板块，基本维持在 50%以上。由于影视剧限薪令等影响，我们预计未来长视频内容采购成本比例或将有所下降。而且，自研游戏占比的提升也将推动增值服务的毛利率改善。

金融科技及企业服务中，云业务因规模效应将逐渐凸显。我们预计未来三年，该分部业务的毛利率将稳步改善，但仍低于公司的整体毛利率水平。

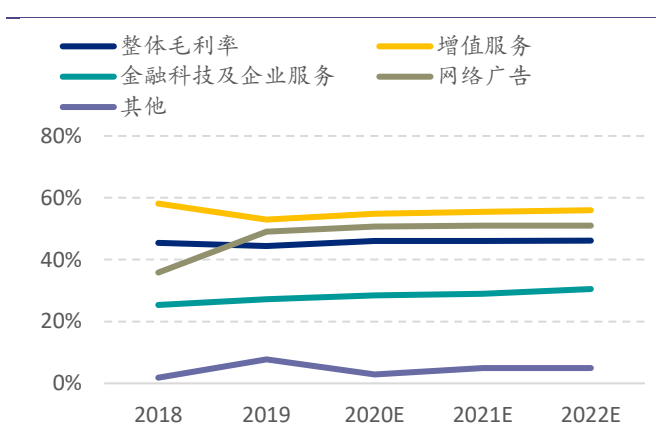
图表 62: 腾讯经营费用率预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 63: 腾讯毛利率预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

附录

● 公司简介

腾讯成立于 1998 年 11 月，是中国最大的互联网公司之一，其核心业务涵盖增值服务、金融科技及企业服务和网络广告。腾讯把为用户提供“一站式在线生活服务”作为战略目标，提供互联网增值服务、网络广告服务和电子商务服务。通过即时通信工具 QQ、移动社交和通信服务微信和 WeChat、门户网站腾讯网(QQ.com)、腾讯游戏、社交网络平台 QQ 空间等中国领先的网络平台，腾讯打造了中国最大的网络社区，满足互联网用户沟通、资讯、娱乐和电子商务等方面的需求。

公司股权结构方面，Naspers 是公司最大股东，持股 30.90%。创始人马化腾持股 7.41%。

图表 64：腾讯主要股东

排序	主要股东	占比(%)
1	Naspers	30.90
2	Ma Hua Teng Pony	7.41
3	JPMorgan Chase & Co	4.40
4	Vanguard Group	2.77
5	BlackRock Inc	1.71
6	FMR LLC	1.13
7	MA HUATENG GLOBAL FUND	0.99
8	Capital Group Cos	0.93
9	T. Rowe Price Group	0.89
10	Norges Bank	0.84

注：截至 2020 年 10 月 14 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 管理层介绍

图表 65: 腾讯部分管理团队介绍

姓名	任职情况	简历
马化腾	董事会主席兼首席执行官	全面负责公司战略规划、定位和管理。 在 1998 年创立腾讯前，马化腾曾在深圳润迅通讯发展有限公司工作，主管互联网传呼系统的研究开发。 马化腾毕业于深圳大学计算机及应用专业，获理学学士学位。
刘炽平	董事会执行董事兼公司总裁	2005 年加入腾讯，出任本公司首席战略投资官，负责公司战略、投资、并购和投资者关系方面的工作；于 2006 年升任总裁，负责管理公司日常营运。2007 年，被任命为董事会执行董事。 加入腾讯之前，刘炽平为高盛亚洲投资银行部的执行董事及电信、媒体与科技界的首席运营官，并曾在麦肯锡公司工作。 拥有密歇根大学电子工程学士学位，史丹福大学电子工程理硕士学位以及西北大学凯洛格管理学院研究生院工商管理硕士学位。
许晨晔	首席信息官	全面负责公司网站及社区，及客户关系的策略规划与发展工作。 加入腾讯之前，许晨晔任职于深圳数据通信局，积累了丰富的软件系统设计、网络管理、市场推广及销售等方面的管理经验。 许晨晔毕业于深圳大学计算机及应用专业，并拥有南京大学计算机应用硕士学位。
任宇昕	互动娱乐事业群总裁、平台与内容事业群总裁	2012 年 5 月起出任腾讯首席运营官，至今全面负责互动娱乐事业群以及平台与内容事业群的管理和发展。任宇昕于 2000 年加入腾讯，自 2005 年 9 月起，全面负责互动娱乐业务系统的游戏开发、运营、市场、渠道销售等工作，于 2018 年始带领平台与内容事业群的发展。 在加入腾讯之前，曾在华为技术有限公司工作。 任宇昕毕业于电子科技大学计算机科学与工程专业，并拥有中欧国际工商学院 EMBA 学位。
张小龙	集团高级执行副总裁、微信事业群总裁	全面负责微信事业群的管理工作。2005 年加入腾讯，带领团队将 QQ 邮箱建设成为中国最大的邮件服务商；于 2011 年推出微信，被誉为“微信之父”；2012 年升任集团高级副总裁，负责微信、邮箱等产品及管理的工作。2014 年 5 月，张小龙升任集团高级执行副总裁，全面负责微信事业群的管理工作。 张小龙于 1997 年独立开发 Foxmail，是中国第一代互联网软件开发者。在加入腾讯之前，曾担任博大公司的副总裁，从事企业邮箱领域工作，拥有多年的互联网产品经验。 张小龙 1994 年毕业于华中科技大学电信系，获硕士学位。
James Mitchell	首席战略官、集团高级执行副总裁	于 2011 年加入腾讯，全面负责公司战略规划、实施，投资并购和投资者关系管理工作。 James Mitchell 在投资银行业拥有逾 16 年从业经验，在加入本公司前，是高盛纽约分公司的董事总经理，主要负责通讯、传媒及娱乐等行业的研究工作，对全球互联网、娱乐和传媒等行业都有深入了解。 James Mitchell 毕业于英国牛津大学，拥有特许财务分析师资格。
汤道生	集团高级执行副总裁、云与智慧产业事业群总裁、腾讯音乐娱乐集团董事长	自 2018 年 10 月起带领云与智慧产业事业群，推进公司在云与产业互联网的战略规划与发展，同时联合分管广告营销服务，并担任腾讯音乐娱乐集团董事长。汤道生曾任腾讯社交网络事业群总裁，全面负责 QQ 通信、社交网络平台、增值服务、开放平台的发展策略。 在加入腾讯之前，他在美国任职于 Sendmail 和甲骨文公司，从事企业软件研发与管理工作。 汤道生曾在美国密歇根大学获得计算机工程学士学位，并于斯坦福大学获得电子工程硕士学位。

资料来源：公司官网、浦银国际

● 财务报表

图表 66: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
损益表					
增值服务	176,646	199,991	257,478	305,786	357,098
金融科技及企业服务	73,138	101,355	131,955	178,341	233,466
网络广告	58,079	68,377	83,210	103,599	125,774
其他	4,831	7,566	7,952	9,542	11,451
收入合计	312,694	377,289	480,594	597,268	727,789
同比增长	32%	21%	27%	24%	22%
成本	(170,574)	(209,756)	(259,232)	(322,526)	(391,890)
毛利润	142,120	167,533	221,362	274,743	335,900
毛利率	45%	44%	46%	46%	46%
利息收入	4,569	6,314	7,518	9,343	11,384
其他收益净额	16,714	19,689	18,404	18,404	18,404
销售及市场推广开支	(24,233)	(21,396)	(30,929)	(35,836)	(43,667)
一般及行政开支	(41,522)	(53,446)	(68,058)	(83,618)	(98,252)
营业利润	97,648	118,694	148,297	183,036	223,769
营业利润率	31%	31%	31%	31%	31%
财务成本净额	(4,669)	(7,613)	(9,408)	(11,692)	(14,247)
分占联营公司及合营公司(亏损)/盈利	1,487	(1,681)	(576)	(576)	(576)
税前利润	94,466	109,400	138,313	170,768	208,946
所得税开支	(14,482)	(13,512)	(20,350)	(25,615)	(31,342)
净利润	79,984	95,888	117,963	145,152	177,604
净利率	26%	25%	25%	24%	24%
非控股权益	1,265	2,578	1,609	1,609	1,609
归属普通股股东净利润	78,719	93,310	116,354	143,544	175,995
非通用会计准则					
以股份为基础的酬金	11,354	12,774	17,023	20,000	20,000
其他调整项	(9,781)	(8,495)	(6,467)	(391)	609
调整后净利润	80,292	97,589	126,910	163,152	196,604
调整后净利润率	26%	26%	26%	27%	27%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 67: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
资产负债表					
现金及现金等价物	97,814	132,991	217,933	302,814	404,038
应收款项	28,427	35,839	45,652	56,735	69,133
存货	324	718	887	1,104	1,341
其他流动资产	90,515	84,420	91,816	99,272	106,798
流动资产合计	217,080	253,968	356,289	459,925	581,311
固定资产	35,091	46,824	54,977	66,540	80,831
无形资产	56,650	128,860	101,077	92,736	95,476
土地使用权	7,106	15,609	20,992	27,690	35,829
其他非流动资产	407,594	508,725	570,529	632,829	695,715
非流动资产合计	506,441	700,018	747,576	819,796	907,851
资产总计	723,521	953,986	1,103,864	1,279,721	1,489,162
短期借款	26,834	22,695	23,849	23,978	23,178
应付账款	73,735	80,690	99,723	124,071	150,754
其他流动负债	101,866	136,771	136,771	136,771	136,771
流动负债合计	202,435	240,156	260,342	284,820	310,703
长期借款	87,437	104,257	115,986	122,212	128,166
应付票据	51,298	83,327	83,327	83,327	83,327
其他非流动负债	63,700	52,572	61,030	79,281	99,211
非流动负债合计	202,435	240,156	260,342	284,820	310,703
负债总计	404,870	480,312	520,685	569,640	621,407
保留盈利	299,660	384,651	502,614	647,767	825,371
其他权益	23,850	48,055	48,055	48,055	48,055
本公司权益持有人应占权益	323,510	432,706	550,669	695,822	873,426
非控制性权益	32,697	56,118	56,118	56,118	56,118
权益总额	356,207	488,824	606,787	751,940	929,544
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	110,936	148,590	213,687	238,298	276,148
投资活动现金流量净额	(151,913)	(116,170)	(141,627)	(159,772)	(180,078)
融资活动所得现金流量净额	30,887	1,672	12,882	6,356	5,154
现金及现金等价物增加净额	(10,090)	34,092	84,942	84,881	101,224
年初现金及现金等价物	105,697	97,814	132,991	217,933	302,814
汇率变动影响	2,207	1,085	-	-	-
年末现金及现金等价物	97,814	132,991	217,933	302,814	404,038

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，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，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(腾讯控股有限公司 700.HK)在过去 12 个月存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼



浦銀國際證券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港軒尼詩道 1 号浦发銀行大廈 33 樓