

買入

2006年7月5日

佔據優質客戶資源，具備增長潛力

- **三業務推動騰訊增長：**06年騰訊增長點主要來自三方面：互聯網遊戲，QQ 虛擬社區服務和互聯網廣告。其中，騰訊的互聯網遊戲業務將會保持快速增長，其市場份額將會擴大；QQ 虛擬社區服務將會呈現穩步增長，為騰訊提供良好穩定的現金流入，我們預計06年其互聯網增值總收入將達到20.8億元人民幣；騰訊廣告業務將會出現高速成長，我們認為它具有高性價比優勢，增長空間廣闊，預計06年其廣告收入將達到2.05億元人民幣。
- **移動增值業務風險有效降低：**公司對經營重心進行了調整，移動增值收入占總收入比例逐漸下降，我們認為騰訊在抵禦移動增值業務風險上的能力得到增強。但是來自移動運營商方面的壓力將會影響其收入，預計06年移動增值收入為5.4億元人民幣。
- **具備優質客戶資源及良好業務模式：**騰訊佔據了國內互聯網的主要用戶資源，具備良好的客戶開發能力，擁有良性的業務迴圈鏈。
- **盈利能力增強，市場增長的體現者：**我們認為公司淨利率將能保持在較高水準，預計06年公司淨利為10.1億元人民幣，07年為14.7億元人民幣。我們認為讓騰訊將成為國內互聯網個人業務成長的最佳體現者。
- **目標價23港元，評級買入：**我們給騰訊目標價為23港元，相當於06年的40倍PE，07年的28倍PE，08年的21倍PE。因目標價相對現價仍有45%的上升空間，我們給予買入評級。

1 港元=1.03 人民幣

第一上海研究部

86755-33367867

主要資料

行業	互聯網
股價	15.85 港元
目標價	23 港元 (+45%)
股票代碼	0700
已發行股本	17.7 億股
市值	278.8 億港元
52 周高/低	5.71—18.4 港元
每股淨現值	1.65 元人民幣
主要股東	Naspers Limited (35.82%) 馬化騰 (13.15%) 張志東 (5.12%)

表 1：盈利摘要

截止12月31日財政年度	2004	2005	2006F	2007F	2008F
收入 (百万人民币)	1,144	1,426	2,845	3,839	4,927
变动 (%)	55.6%	24.7%	99.4%	35.0%	28.3%
净利润 (百万人民币)	441	485	1,039	1,473	1,969
每股摊薄收益 (人民币)	0.25	0.27	0.59	0.83	1.11
变动 (%)	2.0%	10.0%	114.2%	41.7%	33.7%
市盈率@港元 (倍)	66.2	60.2	28.1	19.8	14.8
每股派息 (人民币)	0.07	0.08	0.18	0.25	0.33
息率 (%)	0.4%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%

來源：公司資料，第一上海估計

股價表現



來源：Bloomberg

目錄

三业务推动腾讯增长	錯誤! 尚未定義書籤。
网络游戏进入增长期, 跟随行业成长.....	錯誤! 尚未定義書籤。
QQ虚拟社区服务稳步上升, 提供稳定现金流入.....	錯誤! 尚未定義書籤。
网络广告具备增长潜力, 将成为新增长点.....	錯誤! 尚未定義書籤。
移动增值风险有效降低	錯誤! 尚未定義書籤。
具备优质客户资源及良好业务模式	錯誤! 尚未定義書籤。
市场占有率高, 占据优质用户资源.....	錯誤! 尚未定義書籤。
所用即所得, 客户开发效率高.....	錯誤! 尚未定義書籤。
社区概念建立, 业务模式良好.....	錯誤! 尚未定義書籤。
国内互联网个人业务成长的体现者.....	錯誤! 尚未定義書籤。
财务分析, 盈利能力增强	錯誤! 尚未定義書籤。
目标价 23 港元, 推荐买入	錯誤! 尚未定義書籤。
PE估值.....	錯誤! 尚未定義書籤。
乐观悲观估值比较.....	錯誤! 尚未定義書籤。
腾讯主要风险	錯誤! 尚未定義書籤。
客户群风险.....	錯誤! 尚未定義書籤。
企业管理风险.....	錯誤! 尚未定義書籤。
互联网市场竞争风险.....	錯誤! 尚未定義書籤。
互联网需求变化及泡沫出现.....	錯誤! 尚未定義書籤。
互联网商用市场渗透率低.....	錯誤! 尚未定義書籤。
主要财务报表	錯誤! 尚未定義書籤。

三業務推動騰訊增長

增長來自互聯網遊戲、QQ 虛擬社區服務和互聯網廣告，將成為國內互聯網行業成長的最優體現者。

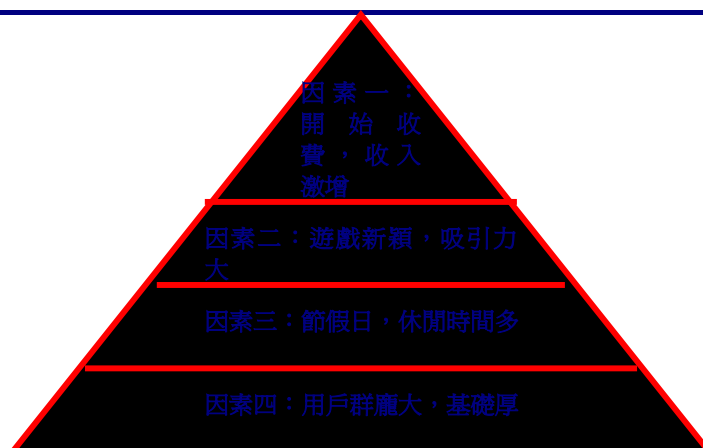
我們認為騰訊今年增長動力主要來自三方面：互聯網遊戲、QQ 虛擬社區服務和互聯網廣告。騰訊在這三項業務上具有很強的競爭力及較為穩固的增長基礎，我們認為在其管理層採取合理的市場策略下，其“動力裝置”（增長來源）及“傳動系統”（管理策略）可以實現合理匹配，從而有力的推動騰訊收入的持續增長。我們認為其將成為國內互聯網行業成長的最優體現者。

網路遊戲進入增長期，跟隨行業成長

06 年一季度互聯網遊戲實現高速增長較上季增長 144.7%，具備四個增長因素。

06 年第一季公司互聯網增值服務出現了跳躍性增長，收入為 4.36 億元人民幣，按年增漲了 193%，按季增漲了 65.9%。其中互聯網遊戲的表現最為突出，收入按季增漲了 144.7%。我們認為騰訊互聯網遊戲的高速成長有四個因素支撐：一、從免費公測期轉入收費期，收入會出現一個跳躍增長；二、遊戲推出初期具備新穎性，能持續吸引大量玩家參與；三、第一季度包括春節及寒假，遊戲玩家玩遊戲時間相對較長；四、騰訊具備強大用戶基礎，新業務輻射傳遞速度快。

圖 1：騰訊 06 年第一季互聯網遊戲增長因素圖解

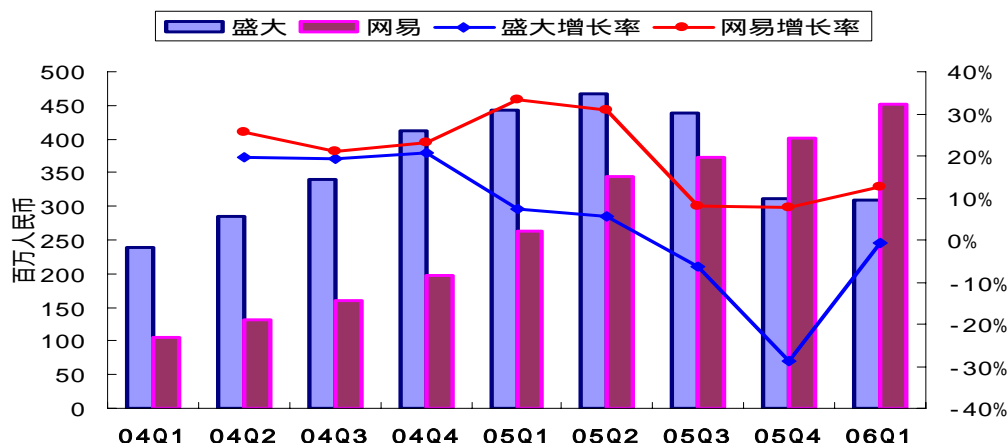


資料來源：第一上海分析

06 年將實現持續增長。

我們預計互聯網遊戲將能保持增長勢頭，06 年互聯網遊戲收入將達到 8.6 億元人民幣，07 年為 12.6 億元人民幣。我們認為圖 1 所示的一、二項增長因素在 06 年一季度後將會被減弱並消除，騰訊遊戲收入的增長速度將會放緩，進入一個合理區間。但是由於其基礎增長因素（因素一）未出現根本改變，隨著騰訊新互聯網遊戲及新服務收費專案的推出，其互聯網遊戲收入將能保持連續的增長，借鑒盛大及網易的互聯網遊戲增長規律，我們預計其 06 年按季增長速度會保持在 20% 左右。

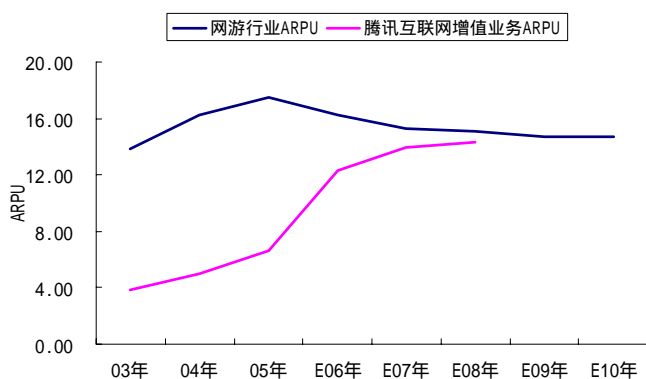
圖 2：盛大網易模式盈利周期比較



資料來源：網易，盛大年報

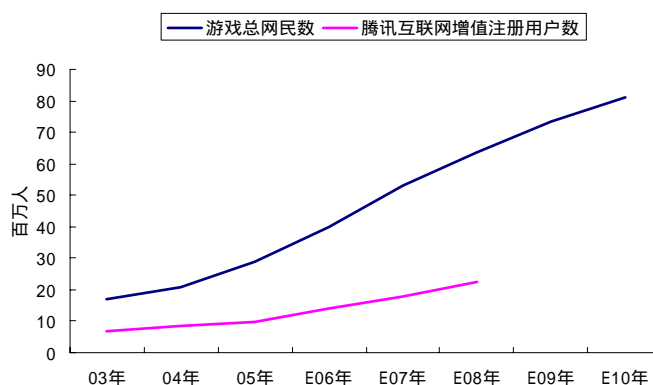
騰訊將加速互聯網遊戲市場擴張步伐，跟隨行業成長。我們研究發現，隨著遊戲市場競爭格局加劇，互聯網遊戲 ARPU 值將出現下降，這將會導致行業平均利潤水平降低，同時行業集中度將出現加強趨勢，即規模效應將會凸現，大型遊戲商將逐漸對市場形成壟斷，完成對中小型遊戲商的排擠，實現其對自身利潤水平的控制。我們認為騰訊在平穩吸納新註冊用戶的同時，其互聯網業務 ARPU 值將快速增長，並逐漸降低與市場平均 ARPU 值之間的差距。由於互聯網遊戲市場規模在逐漸擴大，同時騰訊具備優質的用戶資源，我們認為這將幫助騰訊在短期內實現對互聯網遊戲市場的擴張，確立其市場地位並維持其盈利水平。我們認為其將在 08 年將獲得 MMORPG 市場 20% 的份額，同時繼續保持其在休閒遊戲上第一的位置。

圖 3：騰訊互聯網增值業務 ARPU 值與互聯網遊戲行業 ARPU 值比較



資料來源：iResearch、第一上海預測

圖 4：騰訊互聯網增值收費註冊用戶數與互聯網遊戲總網民數比較



資料來源：iResearch、公司年報、第一上海預測

QQ 虛擬社區服務穩步上升，提供穩定現金流入

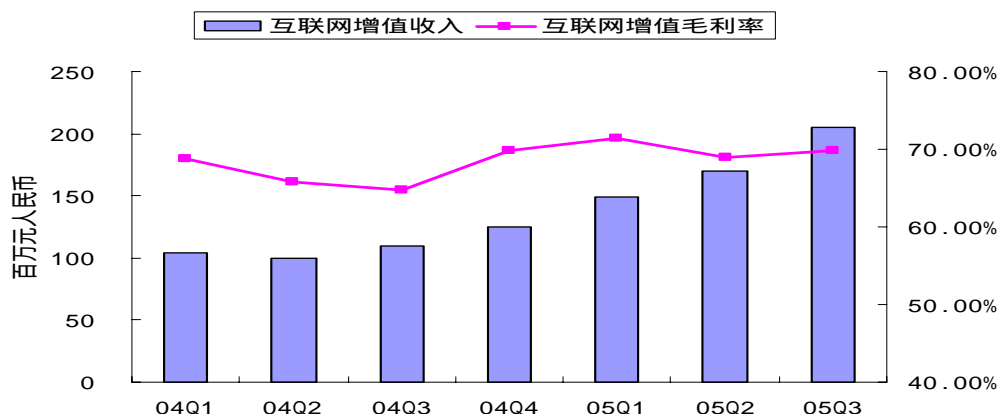
穩步增長，將提供穩步的現金流入。預計 06 年其互聯網增值總收入將達到 21.4 億元人民幣較 05 年增長 172%，07 年互聯網增值收入將達到 30.79 億元人民幣。

06 年第一季 QQ 虛擬社區服務呈現穩定的增長，收入為 2.76 億元人民幣，按年上漲了 85%，按季上漲了 40%。這得益於其新產品如 QQ Zone 及 QQ Pet 的推出，為其業務的增長提供了新動力。

我們認為該業務能保持穩定持續增長。公司 06 年計劃推出一系列新產品如公司最新推出的 3D QQ 秀（其價格比 2D QQ 秀高 4 倍），我們認為新產品的推出是維繫其現有用戶忠誠度及保持其用戶消費需求的最佳手段，同時由於公司採取了差異銷售策略，我們認為這將會為騰訊在壟斷市場上擴大利潤空間。我們預計 06 年該業務收入為 12.3 億元人民幣，07 年將達到 17.3 億元人民幣。

根據對騰訊營業資料的考察，我們發現其該項業務生命週期性波動弱於互聯網遊戲，只存在季節性波動如圖 5 所示¹。騰訊具有龐大的潛在消費用戶群，我們認為新業務的持續性推出將能夠保證穩步的將其即時通訊註冊用戶轉化為其互聯網收費用戶。基於該特點我們認為該業務可以為公司提供相對穩定且風險較低的持續性現金流入。

圖 5：騰訊互聯網增值收入周期分析



資料來源：公司年報

基於該業務的穩步發展以及互聯網遊戲業務的快速成長，我們預計 06 年騰訊互聯網增值總收入將達到 20.8 億元人民幣按年增長 165%，07 年互聯網增值收入將達到 29.9 億元人民幣。

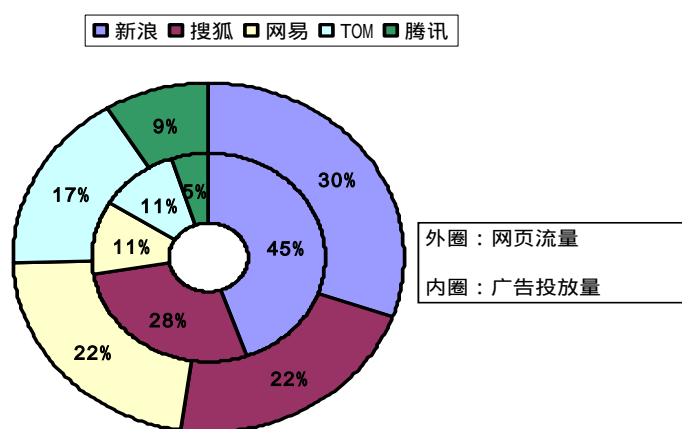
¹因其互聯網遊戲在 05 年第三季只占公司互聯網增值收入的 16%，對互聯網增值收入貢獻相對較小，我們認為互聯網遊戲收入的波動性對互聯網增值收入的波動性影響也相對較小，因而我們認為在 05 年第三季之前，互聯網增值收入的周期波動主要源自 QQ 虛擬社區服務收入。

網路廣告具備增長潛力，將成為新增長點

具備高性價比，增長具備基礎

06年一季騰訊廣告收入增長迅速，達到0.41億元人民幣，按年上漲173.1%，按季上漲10.9%。其中來自QQ.com的廣告收入為0.12億元人民幣，按季上漲34%；來自即時通訊的廣告收入為0.25億元人民幣，基本與05年第四季持平。可以看到其廣告收入增長的動力源自其QQ.com廣告的成長，我們認為QQ.com廣告實現增長的具備三個條件：一、廣告受眾群體多，05年底騰訊已成為國內流量第三大的門戶網站；二、增長空間大，QQ.com過去廣告投放量極小，收入遠低於其餘門戶網站，僅約為新浪網廣告收入的7%；三、廣告投放價格具有很強的競爭力，其廣告投放價格較低，僅相當於新浪的60%左右。

圖 6²：05 年主要門戶網站平均流量及廣告投放量比較

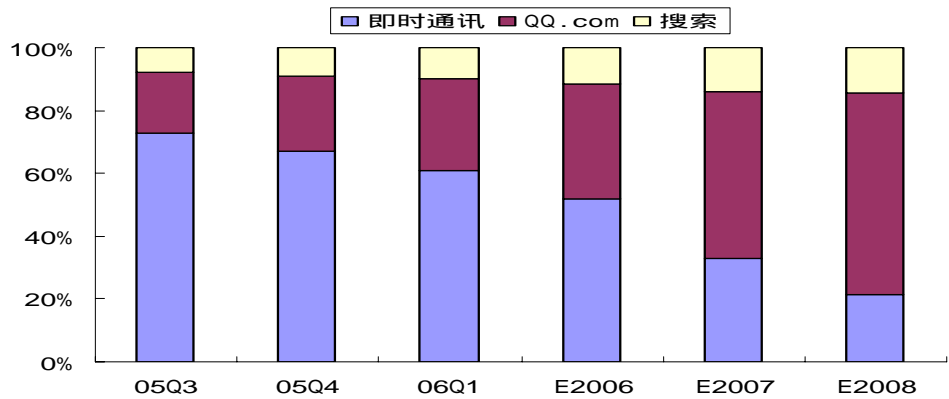


資料來源：iResearch

我們認為騰訊廣告業務增長具備潛力，將會成為公司的新增長點。管理層透露今年將加強QQ.com的建設，改善以往缺乏和廣告代理商合作的習慣，爭取提高廣告發佈量，加之騰訊具備我們之前提及三條件，我們預計騰訊06年廣告總收入將達到2.05億元人民幣，按年有82%的增長，其中來自QQ.com的廣告收入將達到0.75億元人民幣，占廣告總收入比重將上升到36.4%；預計07年其廣告總收入將達到3.56億元人民幣，其中來自QQ.com的比例將達到53%。

²圖 6 為 05 年平均統計，所以未達到第三

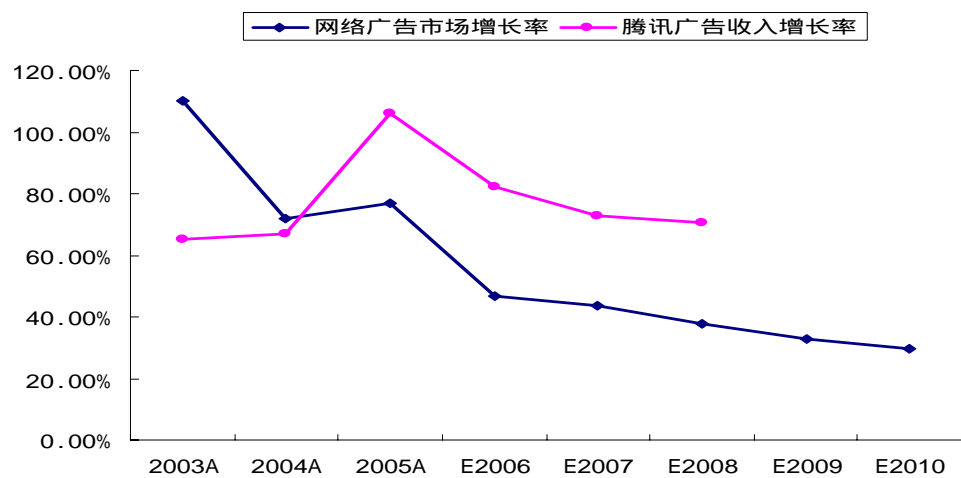
圖 7：騰訊廣告收入分解及趨勢



資料來源：公司年報、第一上海預測

由於騰訊廣告業務具備較高性價比，我們認為其收入在短期內會超過網路廣告市場增速，但在騰訊網路廣告業務得到充分開發後，其性價比優勢會減弱，這會導致其廣告收入的增長速度減慢，並逐漸回落至市場水平。

圖 8：騰訊廣告收入增長率與網路廣告市場增長率比較



資料來源：iResearch、公司年報、第一上海預測

移動增值風險有效降低

06 年第一季度騰訊移動增值出現小幅增長，收入為 1.63 億元人民幣，按年增長 21.6%，按季增長 30.4%。其增長主要源於公司改良用戶體驗及其平臺提升後收入的增加，以及收購 Joymax 後所帶來的收入。

我們認為騰訊移動增值業務前景不容樂觀。中移動即將推出其自己的即時通訊軟體來搶佔即時通訊短信服務市場，由於中移動擁有龐大的用戶群體，並對市場有絕對的控制力，我們認為騰訊未來在即時通訊短信服務上可能會受到重擊³。從樂觀角度⁴考慮，我們認為由於市場競爭加劇，其移動增值業務將逐漸衰退，收入將逐年萎縮，預計 06 年騰訊移動增值收入為 5.4 億元人民幣，07 年為 4.8 億元人民幣，08 年將降到 4.2 億元人民幣；從悲觀角度考慮，如若中移動從 07 年開始將全面終止與騰訊在短信業務中的部分合同，我們預計 07 年騰訊移動增值業務總收入將突然下降，降到 2.6 億元人民幣，但由於其 2.5G 以及語音業務的自然增長，我們預計其 08 年會達到 3.1 億元人民幣。

表 2：悲觀樂觀比較

乐观悲观比较 (百万元人民币)		2006F	2007F	2008F
乐观状况：	移动增值收入	540	480	420
短信服务存在	移动增值毛利	335	288	231
悲观状况：	移动增值收入	540	259	311
短信服务剥离	移动增值毛利	335	168	202
比较：	移动增值收入	0%	46%	26%
乐观悲观差值/乐观值	移动增值毛利	0%	42%	12%

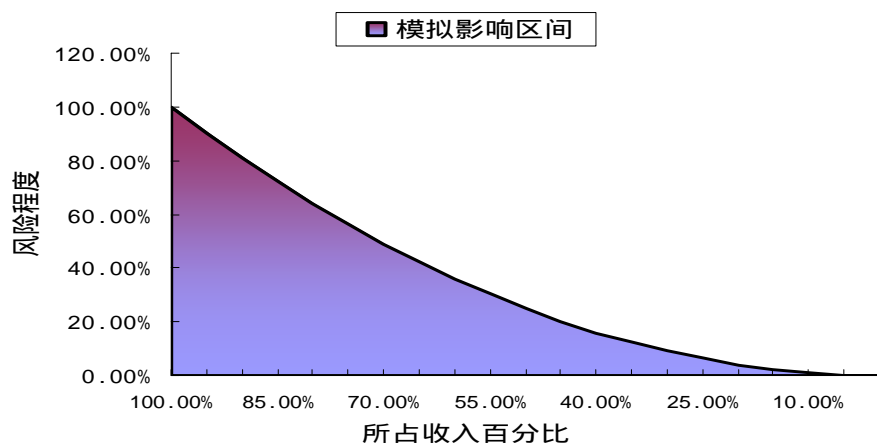
資料來源：第一上海預測

合理調增收入比例，風險規避能力增強

我們認為騰訊在未來抵禦移動增值業務風險的能力得到增強。由於公司對經營重心進行了調整，移動增值收入占總收入比例逐漸下降，同時由於 2.5G 及語音服務的成長，短信服務在移動增值服務中占比例也逐漸下降。06 年一季度短信收入僅占總收入的 16.7%，較 05 年同期的 34.7% 有大幅下降。基於此，隨著短信收入占移動增值收入比例及移動增值收入占總收入比例的進一步雙重下降，來自短信收入的波動在傳遞到總收入後，給總收入帶來的波動幅度將大幅下降，如圖 9 所示，我們認為騰訊抵禦因移動增值業務不確定性帶來風險的能力在其業務的調整中得到自然加強。

³ 中移動政策對騰訊的影響主要體現在其社區短信服務及移動聊天服務，這兩項業務涵蓋在騰訊短信服務中

⁴ 文中若未具體指出，預測結果都為默認在移動增值出現樂觀情況下結果

圖 9⁵：騰訊移動增值業務風險類比圖

資料來源：第一上海預測

⁵ 類比圖解釋：按公式 $\alpha * \beta * X = Y$ 計算，其中 α 為騰訊移動增值收入占總收入的比例， β 為騰訊短信收入占移動增值收入的比例， X 為騰訊總收入， Y 為騰訊短信收入，可以得到當 α 和 β 同時減小後， Y 占 X 比例將以二次方速度下降， Y 的偏差對 X 的偏差影響將降低。圖中紅藍面積表示 Y 波動對 X 的影響，即短信服務收入波動對總收入的影響。

具備優質客戶資源及良好業務模式

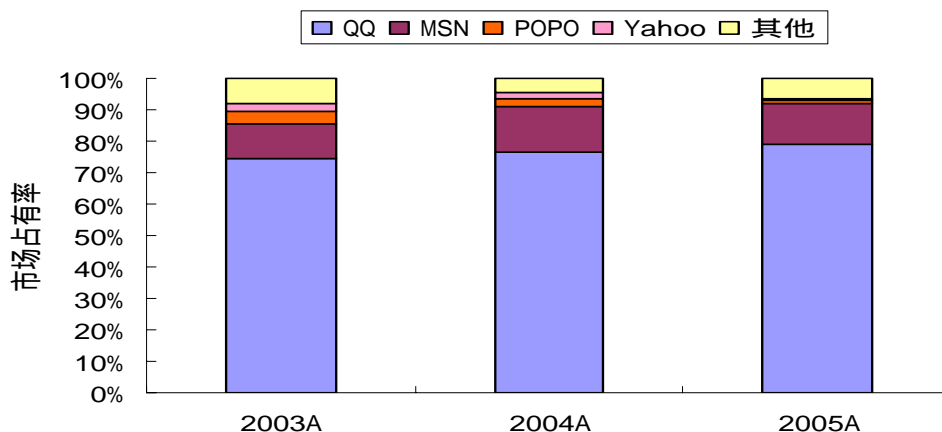
市場佔有率高，佔據優質用戶資源

擁有最龐大及最有價值客戶群體

騰訊市場佔有率遙遙領先。騰訊作為國內最早的國產即時通訊品牌，聚積了厚重的用戶資源，據 iResearch 統計，騰訊即時通訊市場佔有率以高出第二位 5.5 倍的份額高居榜首，同時其市場佔有率還處於一個持續上升的趨勢中。根據 iResearch05 年統計資料計算，騰訊即時通訊用戶在國內總互聯網用戶中的覆蓋率達到 66%，即 100 個上網的人中就有 66 人使用騰訊即時通訊軟體，對個人用戶資源形成了高度壟斷，我們預計其壟斷優勢將能繼續保持，其市場佔有率在未來仍能維持在 78% 左右。

與此同時，騰訊佔據了最具價值的互聯網用戶資源。據 iResearch 統計報告顯示，30 歲以下網民具有相對良好的互聯網消費習慣，特別是對互聯網遊戲消費，有 84.5% 的互聯網遊戲參與者處於 30 歲以下年齡段。據公司 05 年公佈資料及 iResearch 調查結果計算，公司即時通訊用戶中 30 歲以下用戶占中國 30 歲以下總網民比例達到了 83.7%，遠高於其在總網民中 66% 的覆蓋率。基於該資料，我們認為騰訊佔據了現階段互聯網最具開發價值客戶資源，具有了在個人業務領域（互聯網增值及移動增值）取得成長的基礎。

圖 10：即時通訊市場佔有率比較



資料來源：iResearch

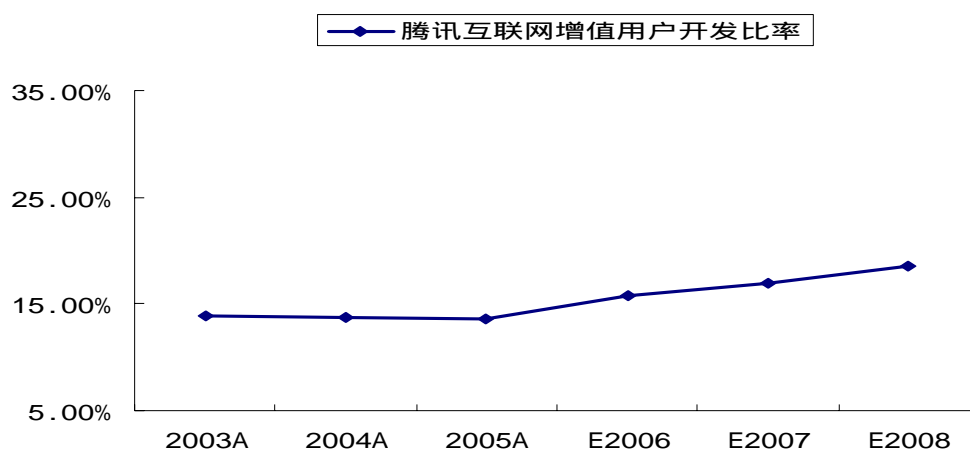
所用即所得，客戶開發效率高

客戶開發能力強，具備天然優勢

騰訊不但擁有龐大的用戶群體，還擁有客戶資源開發的優勢。由於騰訊個人業務的發展是建立在對即時通訊軟體發展的基礎上，這使其在獲得用戶忠誠度的基礎上，自然的贏得了所用即所得的優勢，可以高效地將其註冊用戶開發為收費用戶。這也

使得騰訊在對其現有用戶的開發效率⁶上贏得了高於其他門戶網站對其網站瀏覽用戶開發的效率。根據公司年報及 iResearch 統計資料計算，騰訊對其互聯網增值服務用戶的開發效率一直保持在 14% 左右，即 100 個用戶中有 14 人為互聯網收費註冊用戶。未來隨著騰訊互聯網個人業務（互聯網增值服務）的進一步發展，我們預計其客戶開發效率將進一步得到提升，達到 16% 的水平。

圖 11：騰訊互聯網增值收費註冊用戶開發比率



資料來源：第一上海預測

社區概念建立，業務模式良好

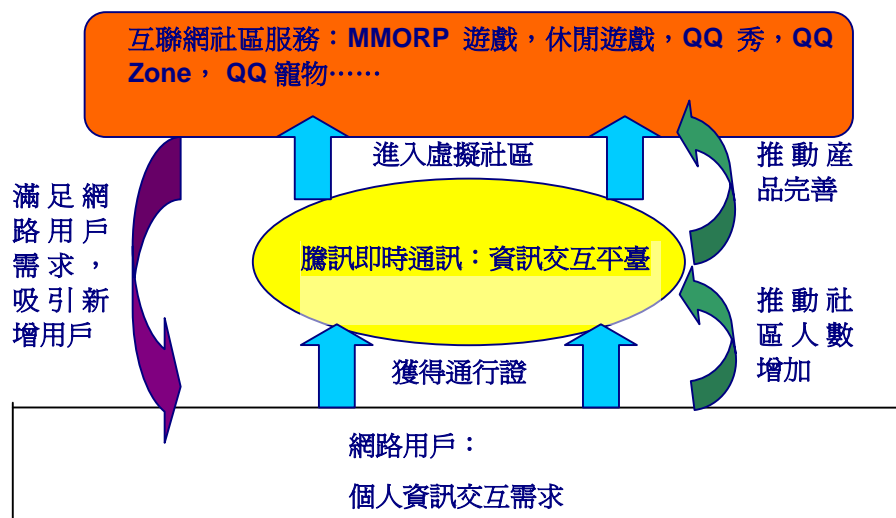
良性迴圈帶來穩步增長

騰訊即時通訊服務已逐漸演變為互聯網休閒娛樂社區的“通行證”，互聯網用戶只有成為騰訊即時通訊註冊用戶後，才可獲得進入其休閒娛樂社區的許可。

我們認為騰訊業務發展處於良性迴圈之中。其建立的娛樂社區緊扣個人用戶互聯網資訊交互主題，不但具備國內最大虛擬社會群體，還提供了國內同行業中最完善的服務。其強大的社區服務能力，進一步增強了其對新用戶吸引力和提高了其對原有用戶的忠誠度，隨著用戶基數的增加，其社區交互服務又得到了進一步的實現。這讓騰訊業務生態鏈（如圖 12 所示）處於一個沒有斷裂的迴圈之中，我們認為該良性迴圈也將會進一步穩固其在個人業務上的優勢。

⁶ 開發效率計算方式： $\text{互聯網用戶開發效率} = \frac{\text{收費互聯網增值服務註冊用戶}}{\text{騰訊實際用戶數}}$ ，其中騰訊實際用戶數為其實際註冊人數，不包括重複賬號，通過 iResearch 即時通訊市場覆蓋率及騰訊市場佔有率計算

圖 12：騰訊業務生態鏈



資料來源：第一上海分析

國內互聯網個人業務成長的體現者

我們認為由於騰訊業務發展的著眼點緊扣互聯網個人資訊交互需求，同時其業務實現形式又緊扣業務發展思路，這為其聚積了龐大的可開發的用戶群體。隨著互聯網行業的逐步成熟，個人消費需求的形成，“騰訊戰艦”可以通過喚醒其搭載的“乘客”方式來實現其業務的高速成長。我們認為騰訊已不單是業務累積概念，而已成為國內互聯網個人業務成長的最優體現者。

財務分析，盈利能力增強

盈利能力增強，規模效應有所體現

公司互聯網增值毛利率增長後將出現回落。06年第一季公司互聯網增值業務毛利率較05年第四季71.8%出現了增長，達到78.3%，盈利能力出現增強。這是由於其互聯網遊戲採取了自主研發方式，這使其在高度競爭的遊戲市場中擁有了較代理模式更高的毛利率水平。我們預計其互聯網增值毛利率06年為76%，隨著遊戲行業競爭的加劇，其毛利率在07年將會出現微幅下降值為74%，08年為72%。

網路廣告業務盈利水平將提高。由於公司將配合品牌宣傳重點建設QQ.com，計劃增加其網路廣告投放量，在發佈量穩定增長後逐步提高廣告發佈價格。我們認為公司廣告市場佔有率的擴大及公司政策的實施將會提高網路廣告業務的盈利水平，預計網路廣告業務06年毛利率為70%，07年上升到73%，08年達到75%。

移動增值業務盈利能力下滑。由於移動運營商即時通訊軟體的推出及SP預期分成比例的降低，我們認為移動增值業務盈利能力將會下降，預計其06年毛利率為62%，07年下降到60%，08年進一步降為55%。

公司整體盈利能力保持穩定。公司業務的成長將為公司帶來一定的規模效應，我們認為其管理費用及其銷售及市場推廣費用占其營業收入比例將出現下降。儘管受累於移動增值業務的衰退以及互聯網增值業務毛利的回落，我們認為公司淨利率將能保持在一定水平，預計06年公司淨利為10.4億元人民幣，07年為14.7億元人民幣，08年將達到19.7億。

表3：主要財務資料

截止12月31日財政年度	2004年	2005年	E2006年	E2007年	E2008年
盈利能力					
毛利率	63%	67%	73%	72%	71%
經營利潤率	41%	34%	40%	43%	44%
淨利率	39%	34%	37%	38%	40%
費用比例					
銷售及推廣成本/營業額	10%	14%	13%	12%	11%
行政費用/營業額	15%	24%	22%	20%	18%
運營數據					
應收帳款回收天數	60	64	52	59	61
應付帳款周轉天數	50	91	82	85	81

資料來源：公司年報、第一上海預測

目標價 23 港元，推薦買入

PE 估值

騰訊已形成一個互聯網個人業務的組合體，覆蓋了現有互聯網個人業務的主要領域，較同行業公司有更高的風險分擔能力以及盈利增長穩定性。同時鑒於騰訊對 30 歲以下網民具備絕對的控制力，其業務開展相對同行業公司具有更好的基礎。我們給騰訊目標價為 23 港元，相當於 06 年的 40 倍 PE，07 年的 28 倍 PE，08 年的 21 倍 PE。儘管騰訊現價較同行業公司有明顯的溢價，但其 07 年現價 PE 較同行業公司已趨於合理，同時其 PEG 值較同行業處於較低水平，我們認為其現價仍具備高增長空間，推薦買入，現價距目標價有 48% 的增長空間。

表 4：騰訊估值比較

公司	05年 P/E	07年 P/E	PEG
新浪	35.9	25.7	
搜狐	33.5	24.7	1.4
网易	23.9	17.1	0.7
Yahoo	25.4	44.4	2.2
Google	70.9	32.2	1.4
行業平均	37.9	28.8	1.4
騰訊	60.19	19.83	1.11

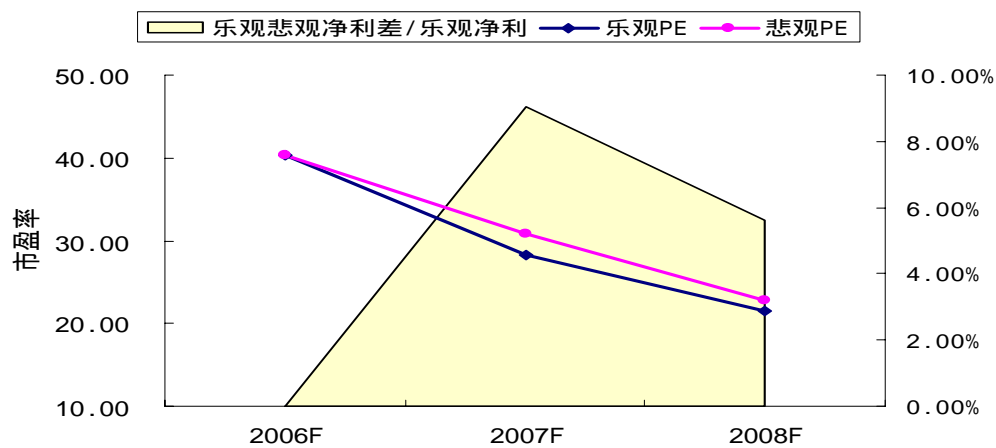
資料來源：Bloomberg、公司年報、第一上海預測

樂觀悲觀估值比較

由於之前估值水平是建立在移動增值服務出現樂觀（其短信服務未被取消）情況下的基礎上，如悲觀情況（部分短信服務被取消）發生後，如仍按之前價格（23 港元）給騰訊定價，其 PE 值較樂觀情況將會有所變化，我們將考察其波動狀況，給予風險區間。

若我們仍按 23 港元目標價給其定價，則在悲觀情況出現後其市盈率將相應出現了上升，從圖 13 中可以看到其兩情況下利潤水平差距將逐年減小，估值差距也逐漸淡化，07 年相同價格水平下其 PE 差額為 9%，08 年進一步下降到 5%，若以同等 PE 估值，則其價格下降比例與 PE 上升比例相若，即可能出現價格波動區間 07 年為 9%，08 年為 5%。由於波動空間較小（現低於 10%），同時該波動區間逐年降低，因而我們認為以 23 港元定價仍可行。

圖 13：相同價格水平樂觀悲觀估值比較



資料來源：Bloomberg、第一上海預測

騰訊主要風險

客戶群風險

根據 iResearch 資料計算，儘管騰訊在 30 歲以下網民中的覆蓋率為 83.7%，但是在 30 歲以上網民中的覆蓋率僅有 22.7%，遠低於其整體 66% 的覆蓋率，這也是其面臨的主要風險。根據發達國家統計資料，隨著經濟的發展，網路連接費用的下降，個人文化程度的上升，30 歲以上網民數量將大幅增加，其占總網民比例將達到 50% 以上，他們將替代 30 歲以下網民成為互聯網個人業務的主力消費群體。騰訊缺乏對 30 歲以上網民的控制力將為騰訊未來業務的發展主要風險來源。

企業管理風險

隨著騰訊業務的膨脹，管理層是否仍具備相應的管理能力，也成為其面臨的主要風險。隨著騰訊個人業務的進一步展開，公司經營策略、資源配置效率、管理架構建設、人才儲備及市場預測能否保持現有效率將面臨巨大挑戰。

互聯網市場競爭風險

互聯網市場處於高度競爭行業，競爭者繁多，產品推出周期及生命周期短，同時產品替代性高，這導致行業贏利模式不確定性強，我們認為這會增加對騰訊資本實力以及研發能力的要求。

互聯網需求變化及泡沫出現

如果未來個人對互聯網交互需求出現改變，以及互聯網行業出現不可預測的泡沫破滅，騰訊的業務模式將使其面臨極大的經營風險。

互聯網商用市場滲透率低

由於騰訊在商用市場優勢匱乏，滲透率低，這將有可能使其在競爭中處於不利環節，增加涉足此行業後面臨的風險。

主要財務報表

损益表

<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>

	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
收入	1,143.5	1,426.4	2,844.8	3,839.3	4,926.5
毛利	725.4	956.5	2,062.6	2,761.4	3,486.5
其他业务收入	25.9	73.1	83.1	98.9	125.2
销售及管理费用	(282.6)	(545.3)	(995.7)	(1,228.6)	(1,428.7)
其他收入					
营运收入	468.7	484.4	1,150.0	1,631.8	2,183.1
财务开支	(5.0)	(47.3)	5.0	5.0	5.0
联营公司					
税前盈利	463.7	437.1	1,155.0	1,636.8	2,188.1
所得税	(22.5)	48.3	(115.5)	(163.7)	(218.8)
少数股东应占利润					
净利润	441.1	485.4	1,039.5	1,473.1	1,969.2
折旧及摊销	27.8	57.3	98.6	129.2	162.9
EBITDA	496.5	541.7	1,248.5	1,760.9	2,345.9
增长					
总收入 (%)		24.7%	99.4%	35.0%	28.3%
EBITDA (%)	< >	9.1%	130.5%	41.0%	33.2%
每股收益 (%)					

资产负债表

<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>

	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
现金	859.8	1,576.0	1,840.6	2,416.6	3,114.3
应收账款	192.7	222.8	550.0	689.0	948.5
存货		2.6	2.6	2.6	2.6
其他流动资产	1,501.4	862.1	995.5	1,194.6	1,433.6
总流动资产	2,553.9	2,663.6	3,388.8	4,302.9	5,499.0
固定资产	142.1	365.0	504.6	594.2	671.9
无形资产		21.4	21.4	21.4	21.4
长期投资	167.4	377.0	488.3	565.8	619.3
总资产	2,863.3	3,427.1	4,403.1	5,484.3	6,811.6
应付帐款	211.1	497.9	780.0	1,000.0	1,200.0
短期银行贷款					
其他短期负债					
总短期负债	211.1	497.9	780.0	1,000.0	1,200.0
长期银行贷款					
其他负债	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
总负债	211.1	498.7	780.8	1,000.8	1,200.8
少数股东权益					
股东权益	2,652.2	2,928.4	3,622.3	4,483.5	5,610.8
每股账面值	1.6	1.9	2.5	3.1	3.8
营运资金	2,342.8	2,164.9	2,608.0	3,302.1	4,298.2

财务分析

	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	63.4%	67.1%	72.5%	71.9%	70.8%
EBITDA 利率 (%)	43.4%	38.0%	43.9%	45.9%	47.6%
净利率 (%)	38.6%	34.0%	36.5%	38.4%	40.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-24.7%	-38.2%	-35.0%	-32.0%	-29.0%
实际税率 (%)	-4.9%	11.1%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
股息支付率 (%)	6.5%	27.2%	14.0%	21.2%	22.4%
库存周转	< >	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款天数	66.5	125.7	98.7	93.8	87.7
应收账款天数	60.7	56.2	69.6	64.6	69.3
财务状况					
净负债/股本	0.08	0.17	0.22	0.22	0.21
收入/总资产	0.40	0.42	0.65	0.70	0.72
总资产/股本	1.08	1.17	1.22	1.22	1.21
盈利对利息倍数	0.06	0.15	0.07	0.06	0.06

现金流量表

<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>

	2004年 实际	2005年 实际	2006年 预测	2007年 预测	2008年 预测
EBITDA	496.5	541.7	1,248.5	1,760.9	2,345.9
融资成本	(680.0)	201.4	(76.8)	(92.1)	(110.6)
营运资金变化	0.9	274.6	(12.6)	81.0	(59.4)
所得税	(25.0)	(24.1)	(115.5)	(163.7)	(218.8)
营运现金流	(207.6)	993.5	1,043.7	1,586.1	1,957.1
资本开支	(90.5)	(256.0)	(238.1)	(218.8)	(240.6)
其他投资活动	(904.6)	245.4	(195.4)	(179.5)	(176.9)
投资活动现金流	(995.2)	9.1	(433.5)	(398.3)	(417.5)
负债变化	(148.2)	(3.2)			
股本变化	1,914.0	(111.7)	(200.0)	(300.0)	(400.0)
股息	(28.8)	(132.2)	(145.6)	(311.8)	(441.9)
其他融资活动					
融资活动现金流	1,737.0	(247.0)	(345.6)	(611.8)	(841.9)
现金变化	534.3	735.9	264.6	576.0	697.7
期初持有现金	325.6	859.8	1,576.0	1,840.6	2,416.6
期末持有现金	859.8	1,576.0	1,840.6	2,416.6	3,114.3

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資專案。

©2006 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。