

买入

2014年11月20日

3季度业绩增长放缓；长期增长动力依旧

- 3季度数字缺乏亮点：总收入为人民币198.08亿元，同比增长28%。毛利为人民币126.41亿元，同比增长49%；毛利率同比上升9个百分点至64%。经营利润为人民币75.15亿元，同比增长56%；经营利润率由去年同期的31%升至38%。净利率由去年同期的25%升至29%。公司权益持有人应占盈利为人民币56.57亿元，同比增长46%。每股基本盈利为人民币0.612元，每股摊薄盈利为人民币0.605元。微信+Wechat月活跃为4.68亿，环比增长6.8%，增速有下滑迹象；移动端主要变现方式手游的收入为26亿元人民币，环比下滑13%，低于季度环比无增长的预期，主要原因是新游戏延期推出。我们认为，单纯从数字观察，腾讯业绩在3季度并无太多亮点，移动端商业化速度有放缓迹象。
- 业绩波动是公司长期增长道路上的噪音：长期来看，我们继续维持腾讯在移动端垄断流量的判断。除了依靠即时通讯应用微信和移动QQ占据移动流量入口绝对优势以外，公司在其他主要应用类别中也占有重要地位：基于艾瑞数据，我们观察到，在移动应用前10大类覆盖人数占比应用类别中，腾讯均有涉及或产品覆盖，且大都名列前茅。以应用宝为例，艾瑞咨询2013年前9月数据显示，应用商店类应用月度人数覆盖率为59.2%，是移动端重要入口之一。根据易观今年2季度数据显示，腾讯应用宝市占率达17%，仅次于百度和奇虎。综合上述，我们认为，腾讯的触角几乎覆盖了中国移动互联网的大部分角落，且就目前来看没有任何一款主要产品有被颠覆的趋势。我们相信，移动流量商业化尚处于摸索阶段，公司的流量优势提供了试错机会，腾讯有很大的概率可以在移动端找到可持续并多元化的变现模式。
- 目标价140港元：我们提升腾讯14年目标价至140港元，相对应15年PEG值为1.3，基于我们对腾讯在15-18年盈利CAGR为26%之假设。我们认为，公司贵为行业龙头，增长点众多，值得长期持有，继续维持买入评级。

古森森

+ 852-25321962

[sam.gu@firstshanghai.com.hk](mailto:sam.gu@firstshanghai.com.hk)

蔡浩

+ 852-25321963

[simon.tsoi@firstshanghai.com.hk](mailto:simon.tsoi@firstshanghai.com.hk)

主要数据

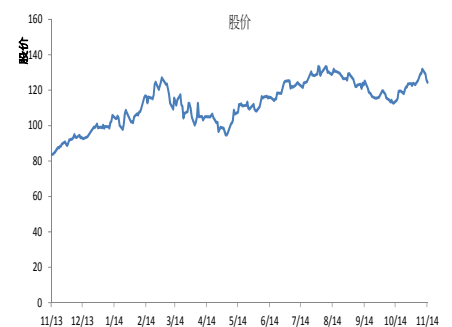
行业	互联网
股价	124.40 港元
目标价	140.00 港元 (+12.54%)
股票代码	700.HK
已发行股本	93.67 亿股
市值	11,653 亿港元
52周高/低	134.90/82.52 港元
14年每股净现值	8.46 港元
主要股东	MIH TC Holdings LTD 33.64% 马化腾 10.13% JP Morgan 6.35% 张志东 3.47%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入 (千元人民币)	43,893,711	60,437,000	78,193,980	91,852,395	111,919,904
变动	54.03%	37.69%	29.38%	17.47%	21.85%
净利润 (千元人民币)	12,784,852	15,563,000	23,821,827	30,308,937	36,707,941
每股盈利 (元人民币)	1.39	1.66	2.54	3.24	3.92
变动	26.88%	19.52%	52.75%	27.23%	21.11%
基于124.4港元的市盈率 (估)	70.5	59.0	38.6	30.4	25.1
每股派息 (港元)	0.20	0.24	0.38	0.48	0.59
股息现价比	0.16%	0.19%	0.31%	0.39%	0.47%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



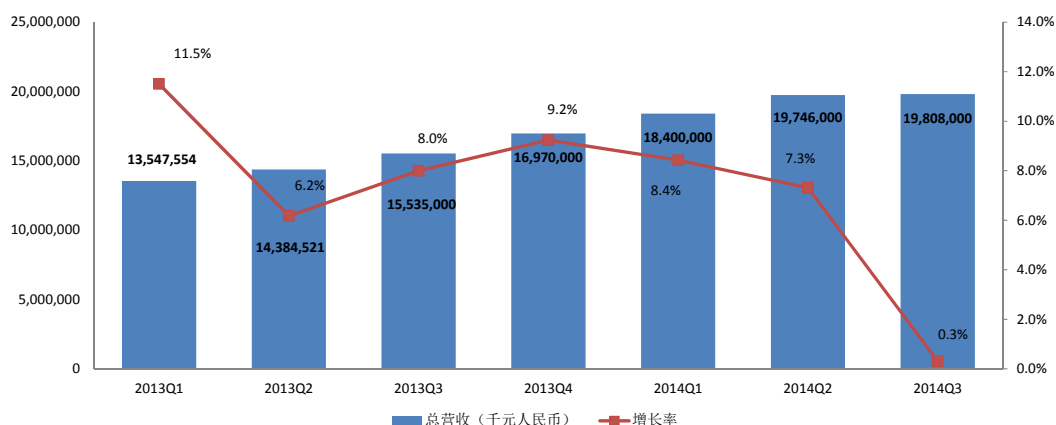
来源：彭博

收入增长大幅放缓原因：持续缩减的电子商务业务；手游业务环比下滑；

三季度 198.08 亿元收入结构拆分：增值服务 160.47 亿（其中社交网络收入：47.23 亿；端游收入：87.24 亿，得益于 FIFA 和 LOL 所贡献增长；手游收入：26 亿）；广告 24.4 亿；电子商务 4.59 亿；其他 8.62 亿。

收入环比增速下滑主要原因是电子商务业务持续缩减以及手游业务环比下滑。其中电子商务收入下滑和公司整体策略相关，入股京东以后，腾讯决定专注于自身擅长业务：负责培育高质量流量并帮助京东倒流，最终实现双赢。

图表1：季度营收增长趋势

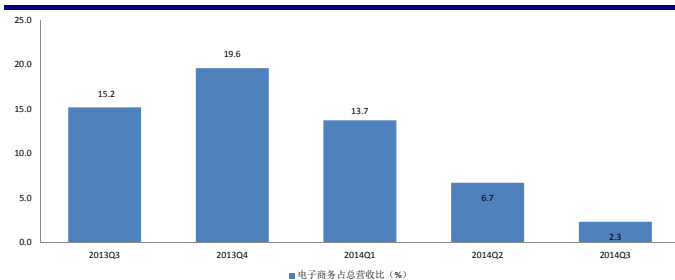


资料来源：公司年报、第一上海整理

电子商务业务缩减带来利润率的提升空间

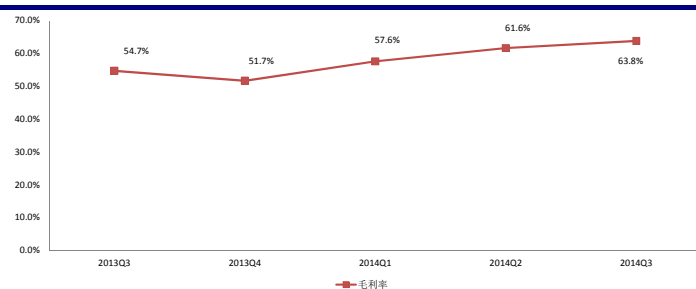
我们观察到电子商务业务逐渐的缩减也带来了毛利率的逐步提升。电子商务盈利能力一直是公司成本上的累赘。在未来，当这块成本黑洞将被逐步剥离，我们相信未来腾讯利润率会有进一步改善的空间，为净利润增长提供动力。

图表2：电子商务业务占营收比例 (%)



来源：公司资料，第一上海整理

图表3：毛利率走势



来源：公司资料，第一上海整理

腾讯应用覆盖了移动互联网大部分角落

就 3 季度而言，公司在货币化流量上遇到了瓶颈，但我们认为这是腾讯长期增长道路上的噪音，基于一个重要假设：只要流量在，腾讯就有不断在货币化手段上探索和试错的机会（德玛西亚，人在塔在！）。因此，我们对公司可以在 O2O、交易、广告、金融、第三方优质手游内容等方面寻觅到多元化的增长手段充满信心。

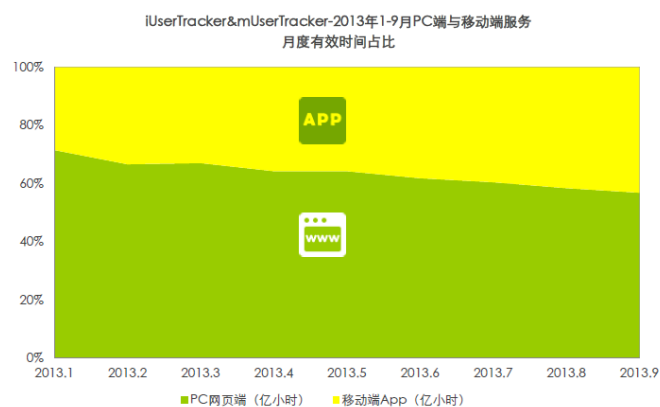
根据艾瑞咨询和我们的判断：用户连接互联网的时间将逐步由 PC 端转向移动端。

参考图表 5，我们观察到，在移动应用前 10 大类覆盖人数占比应用类别中，腾讯均有涉及或产品覆盖，且大都名列前茅：

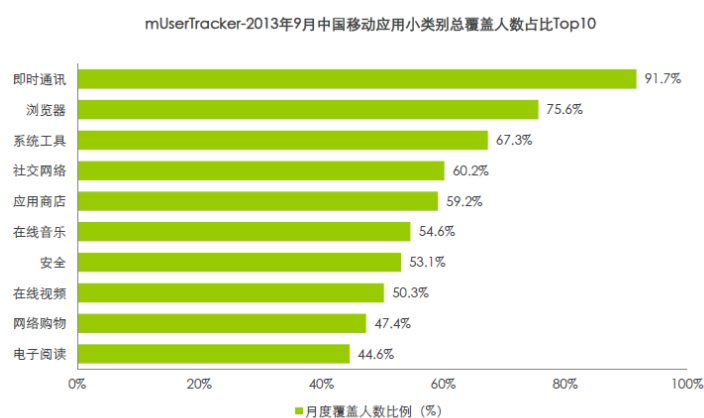
**即时通讯：**微信、移动 QQ；**社交网络：**朋友圈、QQ 空间；**应用商店：**应用宝；**在线音乐：**QQ 音乐；**在线视频：**腾讯视频；**电子阅读：**QQ 阅读；**系统工具：**腾讯手机管家；**浏览器：**QQ 浏览器；**网络购物：**入股京东，通过微信提供一级入口，帮助倒流。**安全：**腾讯手机管家。

图表4：PC 和移动上网时间占比

图表5：应用类别人数覆盖率



来源：1. UserTracker, 家庭办公版 2013.9, 基于对40万名家庭及办公（不含公共上网地点）样本网络行为的长期监测数据获得；2. mUserTracker, 2013.12, 基于对15万名iOS和Android系统的智能终端用户使用行为长期监测获得。

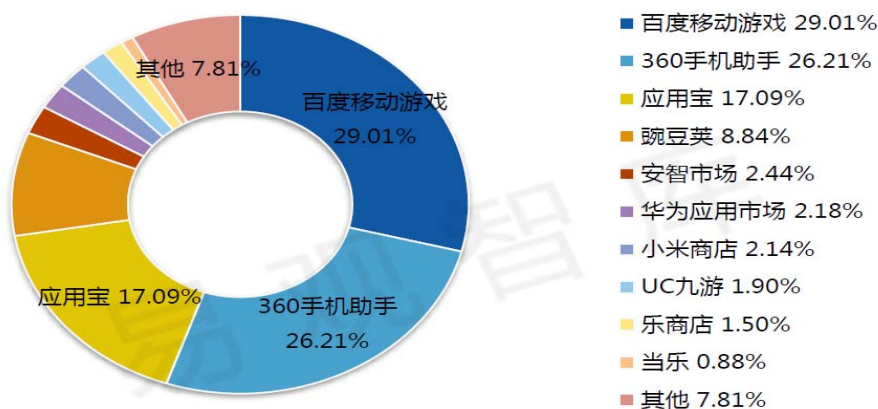


来源：mUserTracker, 2013.12, 基于对15万名iOS和Android系统的智能终端用户使用行为长期监测获得。

来源：艾瑞咨询

来源：艾瑞咨询

图表6：2014年2季度应用商店市场占有率

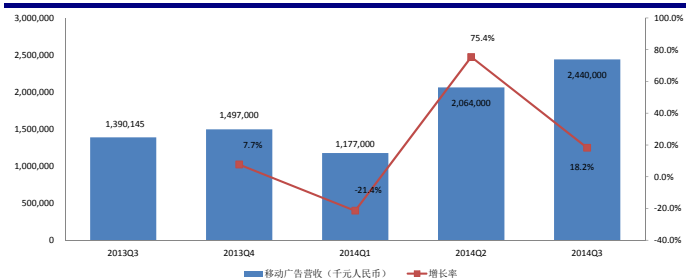


资料来源：易观智库

广告业务增长势头良好 广告业务营收占比持续提升并取得良好增长，主要得益于世界杯和《中国好声音3》带动视频广告向好。与此同时，社交效果广告亦取得良好进展，主要得益于 QQ 空间的效果广告贡献所贡献的增长。

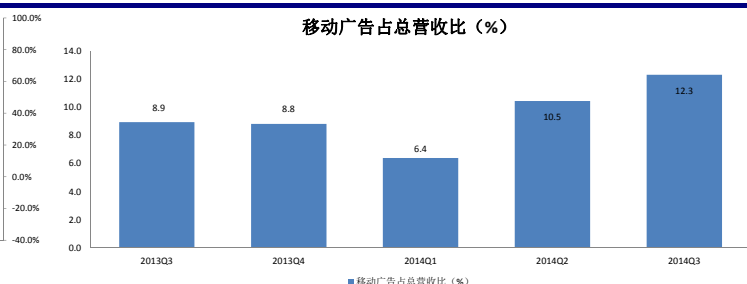
虽然移动广告增速环比放缓，但我们依然对广告业务持乐观态度，基于腾讯平台所能接触到的用户广度，我们认为腾讯平台可为广告主创造价值。

图表7：季度移动广告收入



来源：公司资料，第一上海整理

图表8：移动广告收入占总营收比例



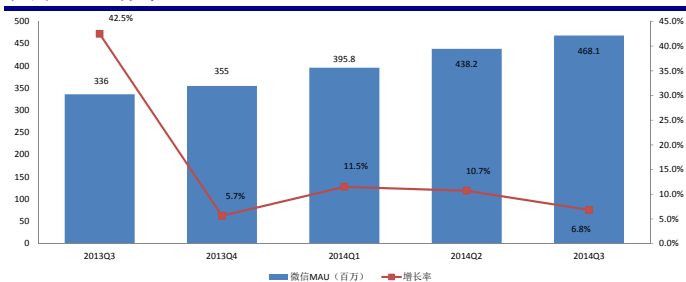
来源：公司资料，第一上海整理

移动游戏增速放缓

3 季度手游增长趋缓，主要原因是手游产品的延迟发布，归咎于苹果系统新的要求，即规定腾讯所有的 iOS 游戏须有游客模式，玩家不使用微信或 QQ 账号亦可以登录并体验到游戏所有内容，因此，我们认为，造成手游业绩短期波动的原因非手游整体市场出现问题，而是单一事件影响。

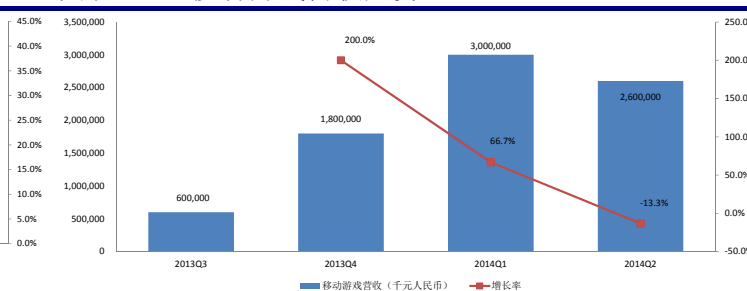
我们观察到微信活跃用户已连续两个季度出现增速放缓，微信+Wechat 用户增长或已进入稳定增长阶段，但我们认为微信商业化程度依然处于初级阶段，除了游戏，我们期待微信在交易、金融以及 O2O 等方面寻觅到多元化的货币化手段。

图表9：微信+Wechat MAU



来源：公司资料，第一上海整理

图表10：移动游戏营收走势



来源：公司资料，第一上海整理

## 附录：主要财务报表

损益表						财务分析				
<千人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>										
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	43,893,711	60,437,000	78,193,980	91,852,395	111,919,904	盈利能力				
毛利	25,686,351	32,659,000	48,943,286	58,266,205	71,039,450	毛利率 (%)	58.52%	54.04%	62.59%	63.43%
其他业务净额	(283,900)	904,000	570,000	570,000	570,000	EBITDA 利率 (%)	75.06%	66.10%	75.75%	81.60%
销售及管理费用	(10,758,709)	(15,683,000)	(21,503,345)	(22,963,099)	(27,979,976)	净利率 (%)	29.13%	25.75%	30.47%	33.00%
营运收入	14,643,742	17,880,000	28,009,942	35,873,106	43,629,474	营运表现				
财务开支	(347,518)	(84,000)	(490,000)	(490,000)	(490,000)	销售及管理费用/收入 (%)	24.51%	25.95%	27.50%	25.00%
联营公司等	15,682,433	18,461,000	28,794,942	36,658,106	44,414,474	实际税率 (%)	15.06%	19.28%	17.50%	17.50%
税前盈利	15,051,015	19,281,000	28,874,942	36,738,106	44,494,474	股息支付率 (%)	14.36%	9.47%	14.95%	14.95%
所得税	(2,266,163)	(3,718,000)	(5,053,115)	(6,429,169)	(7,786,533)	库存周转	NA	NA	NA	NA
净利润	12,784,852	15,563,000	23,821,827	30,308,937	36,707,941	应收账款天数	43.5	43.9	44.5	46.5
少数股东应占利润	52,981	61,000	142,931	181,854	220,248	应付账款天数	220.0	220.0	220.0	220.0
本公司股东应占利润	12,731,871	15,502,000	23,678,896	30,127,084	36,487,693	EBITDA	32,946,415	39,947,000	59,235,323	74,947,867
折旧及摊销	(2,620,240)	(3,606,000)	(2,430,440)	(2,416,655)	(2,416,138)	财务状况				
EBITDA	32,946,415	39,947,000	59,235,323	74,947,867	90,460,086	总负债/总资产	0.44	0.45	0.44	0.38
增长						收入/净资产	1.04	1.03	0.99	0.88
总收入 (%)	54.0%	37.7%	29.4%	17.5%	21.8%	经营性现金流/收入	0.44	0.40	0.27	0.32
EBITDA (%)	29.9%	21.2%	48.3%	26.5%	20.7%	税前盈利对利息倍数	(43.31)	(229.54)	(58.93)	(74.98)
							(90.81)			

资产负债表						现金流量表				
<千人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<千人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>				
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	29,709,305	43,982,000	69,692,456	87,311,838	109,719,289	EBITDA	32,946,415	39,947,000	59,235,323	74,947,867
应收账款	6,231,759	8,320,000	10,764,497	12,644,769	15,407,343	净融资成本	(835,671)	(1,314,000)	(1,400,000)	(1,400,000)
存货	568,084	1,384,000	1,799,200	2,159,040	2,590,848	营运资金变化	3,507,975	5,915,000	(3,744,675)	(1,704,395)
其他流动资产	0	0	0	0	0	所得税	41,386	600,000	0	0
总流动资产	36,509,148	53,686,000	82,256,153	102,115,648	127,717,481	其他	(16,230,648)	(20,774,000)	(32,983,056)	(42,222,274)
固定资产	8,752,570	11,605,000	13,348,010	15,078,787	16,787,966	营运现金流	19,429,457	24,374,000	21,107,593	29,621,198
无形资产	4,754,484	4,112,000	3,938,550	3,791,118	3,665,800	资本开支	(5,653,855)	(6,923,000)	(4,000,000)	(4,000,000)
长期投资	7,310,266	12,170,000	14,604,000	17,524,800	21,029,760	其他投资活动	(10,616,353)	(12,211,000)	(2,856,500)	(3,497,000)
银行存款及其他	17,929,343	25,662,000	27,484,500	29,460,700	31,604,543	投资活动现金流	(16,270,208)	(19,134,000)	(6,856,500)	(7,497,000)
总资产	75,255,811	107,235,000	141,631,213	167,971,052	200,805,549	负债变化	(7,041,156)	6,000	0	0
应付账款	10,513,182	16,926,000	16,041,022	16,576,740	18,159,195	股本变化	96,727	(1,295,000)	0	0
短期银行借款	1,077,108	2,589,000	2,589,000	2,589,000	2,589,000	股息	(1,107,889)	(1,468,000)	(3,540,637)	(4,504,816)
其他短期负债	9,074,706	13,752,000	13,752,000	13,752,000	13,752,000	其他融资活动	5,666,340	4,465,000	15,000,000	0
总短期负债	20,664,996	33,267,000	32,382,022	32,917,740	34,500,195	融资活动现金流	(2,385,978)	1,708,000	11,459,363	(4,504,816)
长期银行借款	0	0	0	0	1	现金变化	773,271	6,948,000	25,710,456	17,619,382
其他负债	12,442,549	15,505,000	30,505,000	30,505,000	30,505,000	期初持有现金	12,612,140	13,383,398	20,228,000	45,938,456
总负债	33,107,545	48,772,000	62,887,022	63,422,740	65,005,196	汇兑变化	(2,013)	(103,398)	0	0
少数股东权益	850,759	518,000	660,931	842,785	1,063,032	期末持有现金	13,383,398	20,228,000	45,938,456	63,557,838
股东权益	42,148,266	58,463,000	78,744,190	104,548,312	135,800,353					
每股账面值(摊薄)	4.52	6.26	8.43	11.19	14.54					
营运资产	15,844,152	20,419,000	49,874,131	69,197,908	93,217,285					

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。