腾讯 (700 HK)

投资未来增长，支出增加对短期利润率造成压力

■ **腾讯的 17 年四季度销售/非 GAAP 净利润低于招商证券预测 2%/3%。由于内容、渠道和引流成本上升，公司毛利率同比收缩 6.4 个百分点，环比收缩 1.1 个百分点至 47.4%**

■ **我们上调18/19年预测收入3%/7%，将非GAAP盈利分别调整-1%/0%。我们当前预计公司18/19年预测非GAAP盈利同比增长35%/25%。我们的盈利预测与市场一致共识的比较为4%/-2%**

■ **维持买入评级，将目标价从500港元上调至550港元**

四季度：游戏疲弱导致收入低于预期，其他收入增加带动盈利超市场预期

17年四季度收入同比增长51%或环比2%至664亿元人民币，比我们/市场共识预期分别低2%/3%。经营利润高出我们的预测12%/24%，主要由于其他收入（IPO项目的处置收益）高于预期以及销售、一般和行政费用低于预期。手游收入同比增长59%，但**环比下跌7%**至169亿元人民币，由于：1）王者荣耀的变现减少，导致月活跃用户数、日活跃用户数和用户在线时长环比下跌；2）一些RPG游戏进入发布后的用户整合阶段，收入环比下跌。整体上，活跃用户数量保持健康，而每用户平均收入则出现环比下跌。凭借从诸如QQ音速、奇迹等新游戏带来的强劲流水，以及公司PUBG游戏的潜在变现，我们预计18年第一季度手游收入将回升。

在内容、支付 、人工智能和智能零售方面增加投资

在2018年的战略举措方面，公司将更为进取地进行投资，以巩固其长期竞争地位，并为未来增长创造机会。主要投资领域包括：1）**内容**：投资包括长、短视频内容在内的数字内容，以进一步扩大订购用户群；2）**支付**：从18年一季度起为商户和用户提供更多补贴；3）**人工智能**：投资应用于广告定向、推荐算法和医疗等领域的人工智能应用技术；4）**智能零售**：借助腾讯的技术服务，运用智慧零售策略进一步部署，为线下零售商提供支持。需要注意的是，这些战略举措将对短期利润率造成负面影响。

维持买入评级，目标价上调至550港元

维持买入评级，将我们的目标价从 500 港元上调至 550 港元，主要是由于汇率调整以及主要投资对象的估值上升。我们的分部加总估值是基于：1）在线游戏 19 年 EV/EBITDA 15 倍；2）社交网络服务 30 倍；3）支付 30 倍；4）广告 PEG 1.2 倍；5）重大投资；6）净现金。我们 550 港元的目标价对应 44 倍 19 年度市盈率。腾讯当前估值为 37 倍 19 年预测市盈率。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
收入	102,863	151,938	237,760	329,780	424,846
增长	30%	48%	56%	39%	29%
非 GAAP 净利润	32,410	45,420	65,126	88,149	109,759
增长	34%	40%	43%	35%	25%
非 GAAP 摊薄每股盈利(人民币)	3.44	4.78	6.83	9.20	11.42
每股股息 (人民币)	0.39	0.53	0.79	1.06	1.35
EV/EBITDA (x)	77.7	56.9	42.5	30.3	23.9
市盈率 (x)	108.7	83.5	60.8	45.5	37.1
ROE	28%	28%	32%	26%	26%

注：截至2018年3月21日的收盘价
资料来源：彭博、公司资料、招商证券（香港）预测

柯良蔚
+852 3189 6392
richardko@cmschina.com.hk
马牧野
+852 3189 6394
mattma@cmschina.com.hk

最新变动

盈利预测及目标价上调

买入

前次评级	买入
股价	HK$462.6
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK$550 (+19%)
前次目标价	HK$500

股价表现

资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
700 HK	3.8	33.5	102.7
恒生指数	(0.1)	11.8	27.7

行业：TMT	
恒生指数	31415
国企指数	12522
重要数据	
52周股价区间（港元）	218.2-476.6
港股市值（十亿美元）	408
日均成交量（百万股）	16.52
2018年非GAAP摊薄每股收益（人民币）	9.2
主要股东	
Naspers LTD	33.3%
马化腾	8.7%
贝莱德	1.8%
总股数（百万股）	9,477
自由流通量	57.7%

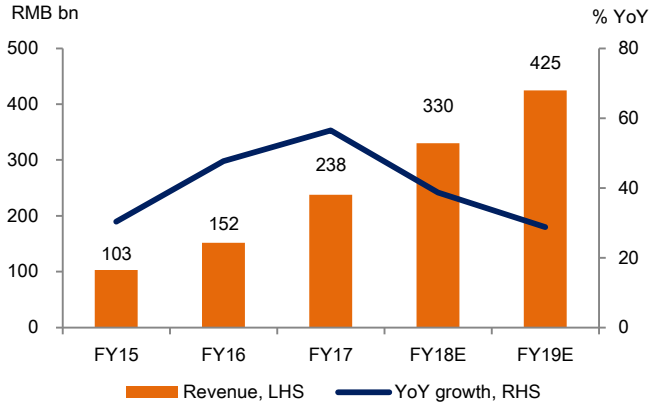
资料来源：彭博、Capital IQ、招商证券（香港）

相关报告

1. 中国互联网：网络游戏更新 - 生存类游戏：潜力巨大的创新类别 2018/03/06
2. 中国互联网：腾讯和京东投资唯品会：多赢交易 2017/12/19
3. 腾讯 (700 HK) - 17 年三季度前瞻：王者荣耀创新高，非游戏业务稳健 (买入) 2017/10/17
4. Tencent (700 HK) – Strong beat across a;; segments albeit margin squeeze (BUY) 2017/08/17
5. 腾讯 (700 HK) - 17 年二季度游戏和广告业务稳步发展 (买入) 2017/07/07

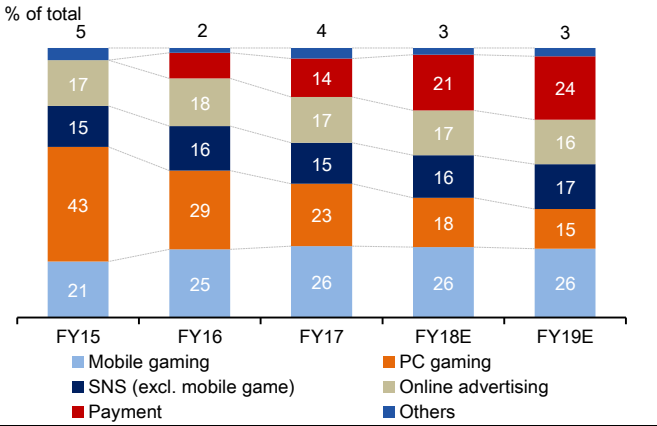
重点图表

图1：总收入



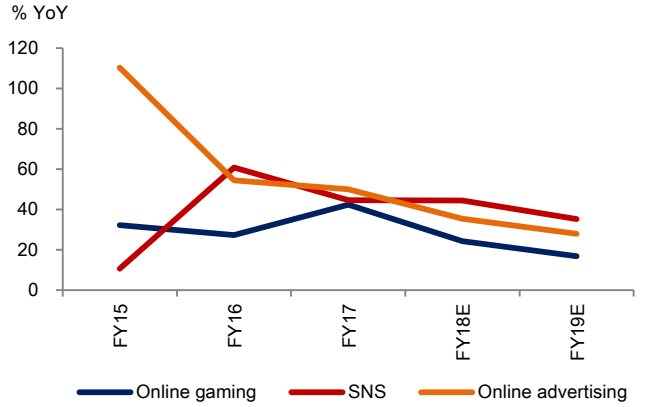
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图2：收入构成



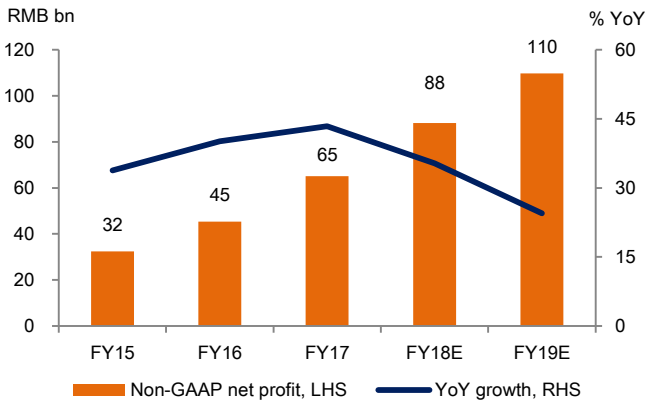
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图3：分部收入增长



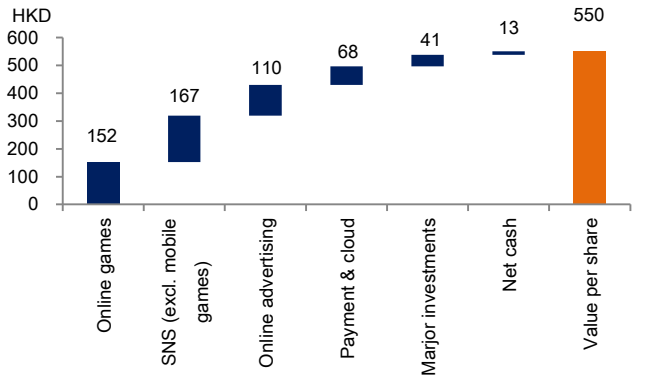
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图4：非GAAP净利润



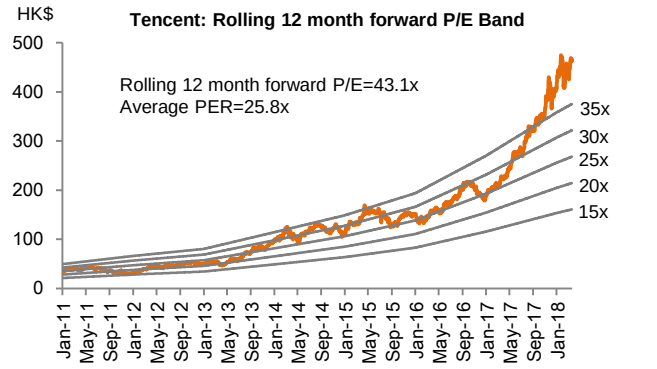
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图5：分部加总估值



注：主要投资包括京东商城（JD US）和58同城（WUBA US）
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图6：市盈率区间



注：收盘价截至2018年3月21日
资料来源：彭博、公司资料、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
物业、厂房及设备	9,973	13,900	20,757	30,087	41,340
无形资产	13,439	36,467	42,287	50,259	58,638
现金及现金等价物	43,438	71,902	105,697	117,988	147,868
定期存款	41,005	55,735	42,089	117,183	158,197
投资联营和合资公司	60,715	70,672	80,419	90,632	101,581
可供出售投资	44,339	83,806	127,218	146,301	160,931
其他	93,909	63,417	136,205	119,882	136,043
总资产	**306,818**	**395,899**	**554,672**	**672,331**	**804,598**
应付账款	15,700	27,413	50,085	69,030	88,886
其他应付款和应计负债	70,199	20,873	29,433	29,433	29,433
银行借款	24,351	69,827	97,790	108,817	124,293
应付票据	40,978	39,670	34,115	28,954	14,643
其他	33,490	51,869	66,156	80,261	89,890
总负债	**184,718**	**209,652**	**277,579**	**316,495**	**347,144**
股本	0	0	0	0	0
股份溢价	12,167	17,324	22,204	29,789	38,286
股份奖励计划股份	(1,817)	(3,136)	(3,970)	(3,970)	(3,970)
其他储备金	9,673	23,693	35,158	35,158	35,158
留存收益	100,012	136,743	202,682	273,358	365,860
股东权益总额	**120,035**	**174,624**	**256,074**	**334,335**	**435,333**
少数股东权益	2,065	11,623	21,019	21,500	22,120
总权益	**122,100**	**186,247**	**277,093**	**355,836**	**457,453**

现金流量表

百万元人民币	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
经营活动现金流	**45,431**	**65,518**	**106,140**	**126,173**	**161,186**
净利润	29,108	41,447	72,471	80,240	103,250
折旧摊销	6,674	12,741	20,609	28,867	39,847
股权激励	2,756	4,313	6,137	7,585	8,497
联营公司减值准备	2,225	4,443	2,451	2,394	2,700
营运资金变动	6,389	10,967	31,916	10,647	13,323
其它	(1,721)	(8,393)	(27,445)	(3,560)	(6,430)
投资活动现金流	**(63,605)**	**(70,923)**	**(96,392)**	**(110,666**	**(122,342**
资本支出和购买无形资产	(10,060)	(17,248)	(33,286)	(46,169)	(59,478)
定期存款净额	(25,376)	(14,730)	(25,081)	(36,367)	(41,014)
其他投资	(28,169)	(38,945)	(38,025)	(28,129)	(21,850)
筹资活动现金流	**18,528**	**31,443**	**26,599**	**(3,217)**	**(8,964)**
借款	26,648	37,958	16,328	5,865	1,165
股息	(2,640)	(3,699)	(5,052)	(9,082)	(10,129)
净现金流	**725**	**28,464**	**33,795**	**12,290**	**29,880**

注：截至2018年3月21日的收盘价

资料来源：彭博、公司资料、招商证券（香港）预测

利润表

百万元人民币	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
营业收入	102,863	151,938	237,760	329,780	424,846
营业成本	(41,631)	(67,439)	(120,835)	(172,576)	(222,214)
毛利	**61,232**	**84,499**	**116,925**	**157,204**	**202,632**
利息收入	2,327	2,619	3,940	4,358	5,980
其他收益净额	1,886	3,594	20,140	3,977	4,440
销售和营销费用	(7,993)	(12,136)	(17,652)	(25,035)	(33,213)
一般及行政费用	(16,825)	(22,459)	(33,051)	(36,880)	(49,212)
营业利润	**40,627**	**56,117**	**90,302**	**103,624**	**130,628**
净财务成本	(1,618)	(1,955)	(2,908)	(3,765)	(3,609)
联营及合营企业应占亏损	(2,793)	(2,522)	821	(798)	450
税前利润	36,216	51,640	88,215	99,061	127,469
所得税费用	(7,108)	(10,193)	(15,744)	(18,822)	(24,219)
少数股东权益	302	352	961	481	619
净利润	**28,806**	**41,095**	**71,510**	**79,758**	**102,630**
非 GAAP 营业利润	**41,764**	**58,154**	**82,023**	**108,974**	**133,868**
非 GAAP 净利润	**32,410**	**45,420**	**65,126**	**88,149**	**109,759**

主要财务比率

	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
年成长率					
营业收益	30%	48%	56%	39%	29%
营业利润	33%	38%	61%	15%	26%
非GAAP净利润	34%	40%	43%	35%	25%
获利能力					
股本回报率	28%	28%	32%	26%	26%
毛利率	60%	56%	49%	48%	48%
非 GAAP 营业利润率	41%	38%	34%	33%	32%
非 GAAP 净利率	32%	30%	27%	27%	26%
每股资料和估值 (人民币)					
摊薄每股盈利	3.05	4.33	7.50	8.33	10.67
非 GAAP 基本每股盈利	3.48	4.84	6.92	9.24	11.43
非 GAAP 摊薄每股盈利	3.44	4.78	6.83	9.20	11.42
每股净资产	12.77	18.43	26.92	34.93	45.22
每股股利	0.39	0.53	0.79	1.06	1.35
估值比率					
EV/EBITDA (x)	77.7	56.9	42.5	30.3	23.9
市盈率 (x)	108.7	83.5	60.8	45.5	37.1
市净率 (x)	30.2	22.4	15.5	12.1	9.4
股息率 (%)	0.10	0.13	0.19	0.25	0.32

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html或http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1 类（证券交易）、第2 类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司

香港中环交易广场一期 48 楼

电话：+852 3189 6888

传真：+852 3101 0828