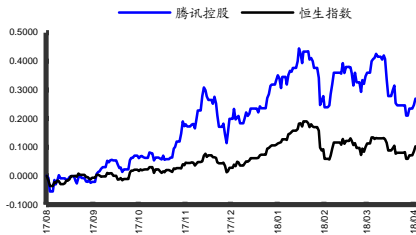


研究所  
证券分析师： 牟晓凤 S0350518030002  
010-88576950 muxf@ghzq.com.cn

## 流量优势稳步转化变现优势

### ——腾讯控股（0700.HK）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对恒生指数表现

表现(%)	1M	3M	12M
腾讯控股	-6.7	-0.7	81.3
恒生指数	-0.9	-0.9	26.6

#### 市场数据

2018-4-10

当前价格(港元)	417.20
52周价格区间(港元)	224.2-476.6
总市值(百万港元)	3964732.34
流通市值(百万港元)	0.00
总股本(百万股)	950319.35
流通股(百万股)	0.00
近一月换手(%)	90.74

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 事件：

公司 2017 年实现营收 RMB 2,377.60 亿元，同比增长 56%；经营盈利为 RMB 903.02 亿元，同比增长 61%；经营利润率由去年同期的 37% 升至 38%；Non-GAAP 净利润为 RMB 651.26 亿元，同比增长 43%。Non-GAAP 净利润率由去年同期的 30% 降至 27%；净利润为 RMB 715.1 亿元，同比增长 74%。

#### 投资要点：

- **社交网络流量增长迅速。**公司 2017 年 4 季度社交网络业务收入维持高位，环比增长 2%，主要受益于直播、订购视频流媒体及订购音乐流媒体等数字内容服务收入增长推动。
- **公司通过推出新游戏品类巩固了在智能手机游戏领域的领先地位。**公司推出两款绝地求生手机游戏，《绝地求生：刺激战场》成为迄今最高日活跃账户的生存射击品类游戏，而《绝地求生：全军出击》的日活跃账户也取得良好的市场口碑。
- **增值业务多点开花。**公司积累了独家内容储备，致力投资于优质内容，以巩固其作为中国最大、发展最迅速的网络视频平台的地位。网络广告和支付业务延续增长趋势。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司在 2018 年将继续加大在腾讯视频、微信支付、腾讯云、腾讯 AI 和智能商业方面的投资，预测公司 2018 年、2019 年、2020 年度 EPS 分别为 9.65 元、11.35 元、15.52 元。对应 PE 为 43.25 倍、36.76 倍、26.89 倍。首次覆盖，给予公司增持评级。
- **风险提示：**游戏开发周期不稳定及业绩不达预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	237760	328037	437799	594837
增长率(%)	56%	38%	33%	36%
净利润(百万元)	71510	91672	107861	147444
增长率(%)	74%	28%	18%	37%
摊薄每股收益(元)	7.52	9.65	11.35	15.52

---

ROE (%)	25.81%	31.60%	34.93%	37.65%
---------	--------	--------	--------	--------

---

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所, 单位: 人民币元

## 事件:

腾讯控股发布公告:公司 2017 年实现营收 RMB 2,377.60 亿元,同比增长 56%;经营盈利为 RMB 903.02 亿元,同比增长 61%;经营利润率由去年同期的 37% 升至 38%;Non-GAAP 净利润为 RMB 651.26 亿元,同比增长 43%。Non-GAAP 净利润率由去年同期的 30%降至 27%;净利润为 RMB715.1 亿元,同比增长 74%。

公司 2017 年 4 季度实现收入 RMB663.92 亿元,同比增长 51%,环比增长 2%; Non-GAAP 净利润为 RMB 174.54 亿元,同比增长 42%,环比增长 2%。季度来看,在线游戏业务季度环比下滑 9%,但公司在 SLG、竞速与生存竞技类均有明显起色。社交网络收入环比增长 2%,广告业务、支付与云服务延续增长趋势,带动整体季度收入环比增长 2%。4 季度视频付费会员同比增长 121%至 5600 万个,2018 年 2 月份达到 6260 万个,位居国内视频付费平台第一。公司增值服务业务截至 2017 年 12 月 31 日的收入同比增长 43%至 RMB1,540 亿元。其中网络游戏收入增长 38%至 RMB978.83 亿元,社交网络收入增长 52%至 RMB561 亿元。

## 评论:

### 1、社交网络流量迅速增长

QQ: 智能终端的月活跃账户同比上升 1.7%至 6.830 亿,包括个人计算机及移动端在内的最高同时在线账户同比增长 11.1%至 2.708 亿。其中年龄为 21 岁或以下用户的智能终端月活跃账户同比增长,并且每个用户使用时间亦增加。同时加入 AI 功能与看点。

QQ 空间: 智能终端月活跃账户同比下跌 9.1%至 5.540 亿。校园空间进一步提升高中及大学覆盖率。

微信及 WeChat: 合并月活跃账户达 9.886 亿,同比增长 11.2%。公司优化了微信用户界面以更能突出显示小程序。2017 年年底推出的小游戏在用户中广泛关注。继续强化“连接”策略,截至 2018 年 1 月,小程序 DAU 超过 1.7 亿,目前拥有超过 58 万小程序,正在成为 App 的补充。

2017 年 4 季度社交网络收入维持高位,环比增长 2%,主要受益于直播、订购视频流媒体及订购音乐流媒体等数字内容服务推动。

表 1: 社交网络产品活跃账户列表

单位: 百万个	2017 年	2016 年	同比变动	2017Q1-Q3	环比变动
QQ 的月活跃账户	783.4	868.5	-9.80%	843.2	-7.09%
QQ 的智能终端月活跃账户	683	671.6	1.70%	652.9	4.61%
QQ 的最高同时在线账户	270.8	243.7	11.12%	272.2	-0.51%
微信及 WeChat 的合并月活跃账户	988.6	889.3	11.17%	980	0.88%
QQ 空间的月活跃账户	563.3	638	-11.71%	568.4	-0.90%
QQ 空间的智能终端月活跃账户	554	609.4	-9.09%	551.8	0.40%
收费增值服务注册用户	134.6	110.2	22.14%	125.3	7.42%

资料来源: 国海证券研究所、公司公告

## 2、现象级游戏不断涌现

个人计算机客户端游戏收入同比增长 13%至约 RMB128 亿元，主要受益于《地下城与勇士》及《英雄联盟》的增长。活跃用户数因用户向移动终端整体转移而下滑，而收入则 2017 年 Q4 虚拟道具销售推广活动减少的影响。受用户向移动终端转移的影响，个人计算机端游戏收入可能仍会面临压力。公司通过组织专业电子竞技比赛、推广爆发性新游戏（如《绝地求生》及《堡垒之夜》等），并发掘《深海迷航》等创新游戏类型，提高核心用户的参与度。同时在 PC 端游方面，《LOL》和《DNF》的良好表现持续。

智能手机游戏收入同比增长 59%至约 RMB169 亿元。活跃用户数保持稳健，而 ARPU 环比下降。射击类游戏《穿越火线手游》推出生存模式，大大扩展了用户基础，但并未立即商业化。4 季度多款角色扮演游戏已进入用户巩固阶段，故收入环比减少。公司通过推出新游戏品类巩固了在智能手机游戏领域的领先地位。公司推出两款绝地求生手机游戏，《绝地求生：刺激战场》成为迄今最高日活跃账户的生存射击品类游戏，而《绝地求生：全军出击》的日活跃账户也积累了良好的玩家口碑。目前，公司专注于用户体验，而该等游戏尚未开始商业化。于十二月推出《QQ 飞车手游》，其日活跃账户成功突破 2,000 万，并实现稳健收入。上述手机游戏顺利推出，足以证明公司创建原创游戏 IP、成功在个人计算机端运营、进而成功扩展至移动端的实力。移动端四季度以来通过推出策略 SLG 与竞速游戏，在手游品类多元化方面取得进一步突破。

网络游戏收入同比增长 38%至 RMB978.83 亿元，主要受益于《王者荣耀》、《魂斗罗》、《龙之谷》、《天龙八部》等新游戏的推动，在策略与竞速类产品上取得突破，近期推出两款 QQ 相关手游以及两款生存竞技手游。

## 3、腾讯视频成最大视频网络平台

公司收费增值服务注册账户达到 1.35 亿，同比增长 22%，主要受视频及音乐流媒体服务带动。腾讯视频按移动日活跃账户及付费订购量计成为中国领先的网络视频平台。移动视频日活跃账户同比增长 44%至 2017 年四季度的 1.37 亿，订购用户数同比增长 121%至 2017 年底的 5,600 万。公司凭借多元化的内容策略和有效的营运专长，截至 2018 年 2 月底，视频订购用户进一步增至约 6,260 万。阅文集团及腾讯游戏旗下的版权组合为公司将优质内容改编成视频提供了丰富资源。公司积累了独家内容储备，致力投资于优质内容，以巩固其作为中国最大、发展最迅速的网络视频平台的地位。

## 4、网络广告受益于强大的流量基础

公司网络广告业务收入同比增长 49%，环比增长 12%，其中媒体广告部分收入同比增长 30%至 148.29 亿元，主要受益于腾讯视频的流量与收入增加环比基本持平，视频收入因热门视频内容（如自制王者荣耀主题综艺节目《王者出击》及精选剧集）而继续呈现强劲增长。由于于本季仍在改进广告系统，新闻收入同比下滑。公司已就所有信息流产品推出统一广告投放平台；社交及其他广告收入同比增长 65%至 RMB256.10 亿元，主要受益于微信、其他移动端应用及广告联盟收入的增长；得益于微信朋友圈及公众号等广告收入的变现加强，环比实现 19%

的增长。平台的定向能力增强令广告需求提升，借助其合作伙伴平台令广告主数量增长，使得公司广告收入实现同比增长。微信朋友圈及公众账号以及移动广告联盟中的广告展现量亦有所增加。公司目前正在对公众账号按点击付费的广告链接进行测试，该链接将用户连接至广告主的小程序。环比增长则主要是由于电子商务的旺季影响。

## 5、支付与云服务延续增长趋势

公司其他业务收入同比增长 121%，环比增长 17%，维持高增长趋势，主要源于支付服务与云服务的快速增长。支付与云服务快速突破并在线下商户的拓宽下飞速发展，线下交易量同比增长超过 100%，支付与云服务等：线下支付方面对小型商户支持力度加强，交易量同比增长超过 1 倍，云服务在金融与政务方面取得较大的进展。移动支付方面，DAU 与 MAU 均成为全国第一；受线下商业交易量同比增长逾一倍所带动，微信支付的商业交易量继续快速增长。截至 2017 年年底，腾讯云的基础设施在全球覆盖 21 个地区，运营 36 个可用区。公司保持在网络游戏及视频等垂直领域的领先地位的同时，通过与主要银行及保险客户建立战略合作关系，公司亦在金融服务行业实现迅速增长。此外，公司提供面向超市、百货公司及快速消费品公司的智能零售解决方案。腾讯打造财富管理平台“理财通”截至 2018 年 1 月资产管理规模超过 RMB3000 亿元，微众银行旗下消费贷款业务“微粒贷”截至 2017 年底贷款余额超过 RMB1000 亿元，同时公司于 2017 年 10 月取得中国经营保险代理业务许可证。其他业务同比增长 153% 至 RMB433 亿元。

## 6、盈利预测与投资评级

公司在 2018 继续加大在腾讯视频、微信支付、腾讯云、腾讯 AI 和智能商业方面的投资，我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年度 EPS 分别为 9.65 元、11.35 元、15.52 元。对应 PE 为 43.25 倍、36.76 倍、26.89 倍。首次覆盖，给予公司增持评级。

## 7、风险提示

- 1) 公司业绩不达预期风险
- 2) 游戏开发不确定性

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	237760	328037	437799	594837
增长率(%)	56%	38%	33%	36%
净利润（百万元）	71510	91672	107861	147444
增长率(%)	74%	28%	18%	37%
摊薄每股收益（元）	7.52	9.65	11.35	15.52
ROE(%)	25.81%	31.60%	34.93%	37.65%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所，单位：人民币元。

附表：腾讯控股盈利预测表

证券代码:	0700.HK				股票价格:	417.20	投资评级:	增持		日期:	2018-4-10	
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>			
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	26%	32%	35%	38%	EPS	7.52	9.65	11.35	15.52			
毛利率	49%	55%	51%	51%	BVPS	26.95	28.25	30.06	38.57			
期间费率	21%	21%	21%	21%	<b>估值</b>							
销售净利率	30%	28%	25%	25%	P/E	55.44	43.25	36.76	26.89			
<b>成长能力</b>					P/B	15.48	14.77	13.88	10.82			
收入增长率	56%	38%	33%	36%	P/S	16.68	12.09	9.06	6.67			
利润增长率	74%	28%	18%	37%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>			
总资产周转率	0.43	0.53	0.61	0.71	营业收入	237760	328037	437799	594837			
应收账款周转率	10.52	9.20	14.79	18.55	营业成本	120835	147617	216663	292115			
存货周转率	459.45	459.45	459.45	459.45	营业税金及附加	0	0	0	0			
<b>偿债能力</b>					销售费用	17652	24354	30303	41173			
资产负债率	50%	53%	57%	53%	管理费用	33051	45600	60858	82688			
流动比	1.18	1.42	1.39	1.39	财务费用	0	0	0	0			
速动比	1.17	1.42	1.39	1.39	其他费用/(-收入)	0	0	0	0			
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	66476	110466	129974	178861			
现金及现金等价物	105697	146219	181772	202241	营业外净收支	0	0	0	0			
应收款项	22591	44565	65787	89990	利润总额	88215	110466	129974	178861			
存货净额	263	416	472	636	所得税费用	15744	17562	20663	29436			
其他流动资产	37939	68224	118570	128889	净利润	72471	92904	109311	149425			
<b>流动资产合计</b>	<b>178446</b>	<b>259424</b>	<b>366600</b>	<b>421756</b>	少数股东损益	961	1232	1450	1981			
固定资产	26760	24084	21676	20508	归属于母公司净利润	71510	91672	107861	147444			
在建工程	5174	5111	6308	5875	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>			
无形资产及其他	36467	40266	33910	40897	经营活动现金流	106140	123273	162880	163260			
长期股权投资	283123	283002	283234	322036	净利润	72471	92904	109311	149425			
<b>资产总计</b>	<b>554672</b>	<b>618242</b>	<b>718078</b>	<b>841050</b>	少数股东权益	961	1232	1450	1981			
短期借款	15696	15696	15705	19098	折旧摊销	(12629)	0	0	0			
应付款项	54837	62235	98325	121213	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	4715	(49015)	(95367)	(61579)			
其他流动负债	71565	90770	128423	142252	投资活动现金流	(70923)	(105343)	(46392)	(70653)			
<b>流动负债合计</b>	<b>151740</b>	<b>182281</b>	<b>263454</b>	<b>302453</b>	资本支出	(8825)	2739	1211	1601			
长期借款及应付债券	111457	121457	121457	122567	长期投资	-	-	(232)	(38802)			
其他长期负债	14382	24382	24384	24387	其他	-	-	(47371)	(33452)			
<b>长期负债合计</b>	<b>125839</b>	<b>145839</b>	<b>145841</b>	<b>146954</b>	筹资活动现金流	31443	25364	9	4503			
<b>负债合计</b>	<b>277579</b>	<b>328120</b>	<b>409295</b>	<b>449407</b>	债务融资	21122	10000	9	4503			
股本	9503	9503	9503	9503	权益融资	0	0	0	0			
股东权益	277093	290122	308783	391643	其它	0	0	0	0			
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>554672</b>	<b>618242</b>	<b>718078</b>	<b>841050</b>	现金净增加额	66660	43294	116498	97110			

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所, P/E、P/B、P/S 计算中股价采用港币, 汇率采用 2018 年 4 月 11 日港元兑人民币汇率

## 【海外组介绍】

牟晓凤，具有 9 年证券行业工作经验，曾就职于西南证券、申万宏源证券研究所，2018 年 2 月加入国海证券，研究海外市场上市公司。

## 【分析师承诺】

牟晓凤，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先恒生指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随恒生指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后恒生指数。

### 股票投资评级

买入：相对恒生 指数涨幅 20%以上；

增持：相对恒生 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对恒生 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对恒生 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告



中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。