

# 公司報告

## 騰訊 (700 HK)

### 一季度首評：手机游戏强劲；广告和数字收入稳健

■ 騰訊的18年一季度銷售/非GAAP淨利潤同比增長48%/29%，高於市場預測4%/0%。經營/淨利潤同比上升59%/61%。儘管內容、渠道和引流成本上升，增值服務和其他業務帶動毛利率環比上升2.9個百分點（但同比下降1.0個百分點）至50.4%

■ 重點關注：1) PUBG變現，2) 支付、新聞資訊和新零售的競爭，3) 小程序，以及4) 短視頻策略

■ 買入評級，基於分部加總估值的目标價為550港元（審視中）

### 一季度：手游業務表現更強帶動收入勝預期

線上遊戲：收入同比增長26%（四季度為32%）

手机游戏：同比增長68%，環比增長28%（4Q17：同比增長59%，環比-7%）至217億元人民幣，高於市場共識的190-200億元人民幣；受益於1) 王者榮耀表現穩健和農曆新年強勁的季節性影響，2) QQ飛車的變現，3) 第一季推出的新遊戲，如QQ炫舞手游、奇跡MU：覺醒。

個人電腦遊戲：受季節性內容更新和農曆新年營銷活動影響，收入環比上升10%，但同比持平（4Q17：環比下降12%，同比增長13%）至141億元人民幣。

PUBG：管理層預計未來會有良好的變現機會，其兩款PUBG手机游戏未在中國變現，正等待監管部門的批准。要塞英雄已開始在中國註冊並獲批。

### 非遊戲驅動因素：支付、數字內容和社交廣告

線上廣告：同比增長55%（4Q17同比增長49%）。社交廣告收入同比增長69%（4Q17 68%），而媒體廣告收入加速至同比增長31%（4Q17 22%）。QQ看点的收入受到流量快速增長推動。微信朋友圈也將其最大廣告量增至每位用戶每日兩個廣告。

社交網絡：同比增長47%（4Q17同比增長45%），這得於數字內容服務（即直播、視頻流媒體註冊會員、音樂服務如全民K歌和遊戲虛擬物品銷售的增長）。公司同時推出短視app微視以滿足用戶更多娛樂需求。

支付和雲服務：帶動其他收入同比增長111%，受益於快速上升的線下商業交易、提現費用和雲服務。在競爭加劇下，公司短期內將繼續補貼付款。

### 維持買入評級；目标價550港元在審視中

2018年，我們對其將推出的遊戲和非遊戲業務的增長前景保持樂觀。我們的目标價和盈利預測正在審視中。

### 盈利預測及估值

百萬元人民幣	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
收入	102,863	151,938	237,760	329,780	424,846
增長	30%	48%	56%	39%	29%
非GAAP淨利潤	32,410	45,420	65,126	88,149	109,759
增長	34%	40%	43%	35%	25%
非GAAP攤薄每股盈利(人民幣)	3.44	4.78	6.83	9.20	11.42
每股股息(人民幣)	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5月16日的收盤價

資料來源：彭博、公司資料、招商證券(香港)預測

柯良蔚

馬牧野

+852 3189 6392

+852 3189 6394

richardko@cmschina.com.hk mattma@cmschina.com.hk

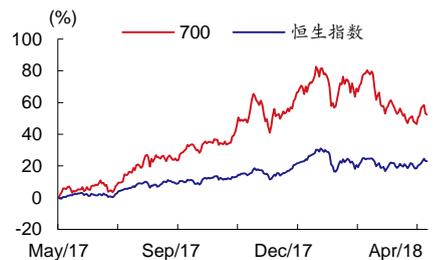
### 最新變動

n.a.

### 買入

前次評級	買入
股價	HK\$396.2
前次目標價	HK\$550 (審視中)

### 股價表現



資料來源：貝格數據

%	1m	6m	12m
700 HK	(3.7)	2.6	54.1
恒生指數	1.1	8.0	22.8

### 行業：TMT

恒生指數	31110
國企指數	12441

### 重要數據

52周股價區間(港元)	254.6-476.6
港幣市值(十億美元)	480
日均成交量(百萬股)	16.52
2018年非GAAP攤薄每股收益(人民幣)	9.2

### 主要股東

MIH TC HOLDS. LTD	31.2%
馬化騰	8.6%
JPMORGAN CHASE & CO	4.5%
總股數(百萬股)	9,504
自由流通量	42.1%

資料來源：彭博、Capital IQ、招商證券(香港)

### 相關報告

- 騰訊(700 HK)-投資未來增長，支出增加對短期利潤率造成壓力 2018/03/22
- 中國互聯網：網絡遊戲更新 - 生存類遊戲：潛力巨大的創新類別 2018/03/06
- 中國互聯網：騰訊和京東投資唯品會：多贏交易 2017/12/18
- 騰訊(700 HK)-17年三季度前瞻：王者榮耀創新高，非遊戲業務穩健(買入) 2017/10/16
- Tencent (700 HK) - Strong beat across all segments albeit margin squeeze (BUY) 2017/08/17
- 騰訊(700 HK)-17年二季度遊戲和廣告業務穩步發展(買入) 2017/07/05

业绩表

RMB m n	1Q17	4Q17	1Q18	4Q17 YoY	1Q18 YoY	4Q17 QoQ	1Q18 QoQ	Actual vs CMS		Actual vs consensus	
								1Q18E	% diff	1Q18E	% diff
VAS	35,108	39,947	46,877	37%	34%	-5%	17%	46,680	0%		
Online gaming	22,811	24,367	28,778	32%	26%	-9%	18%	29,793	-3%		
SNS services	12,297	15,580	18,099	45%	47%	2%	16%	16,888	7%		
<b>Mobile gaming</b>	<b>12,900</b>	<b>16,900</b>	<b>21,700</b>	<b>58%</b>	<b>68%</b>	<b>-7%</b>	<b>28%</b>	<b>17,444</b>	24%		
Online advertising	6,888	12,361	10,689	49%	55%	12%	-14%	10,596	1%		
Others	7,556	14,084	15,962	121%	111%	17%	13%	13,467	19%		
<b>Total revenue</b>	<b>49,552</b>	<b>66,392</b>	<b>73,528</b>	<b>51%</b>	<b>48%</b>	<b>2%</b>	<b>11%</b>	<b>70,744</b>	4%	<b>70,785</b>	<b>4%</b>
<b>Gross profit</b>	<b>25,443</b>	<b>31,495</b>	<b>37,042</b>	<b>33%</b>	<b>46%</b>	<b>-1%</b>	<b>18%</b>	<b>34,920</b>	6%	<b>33,243</b>	<b>11%</b>
Interest income	808	1,156	1,065	77%	32%	14%	-8%	1,156	-8%		
Other gains, net	3,191	7,906	7,585	674%	138%	102%	-4%	778	875%		
Selling and marketing expenses	(3,158)	(6,022)	(5,570)	35%	76%	25%	-8%	(4,598)	21%		
General and administrative expenses	(7,012)	(8,811)	(9,430)	28%	34%	-3%	7%	(8,449)	12%		
<b>Operating profit</b>	<b>19,272</b>	<b>25,724</b>	<b>30,692</b>	<b>85%</b>	<b>59%</b>	<b>13%</b>	<b>19%</b>	<b>25,724</b>	19%	<b>22,659</b>	<b>35%</b>
<b>Non-GAAP operating profit</b>	<b>18,520</b>	<b>21,853</b>	<b>25,272</b>	<b>46%</b>	<b>36%</b>	<b>1%</b>	<b>16%</b>	<b>21,853</b>	16%		
Finance costs, net	(691)	(859)	(654)	78%	-5%	64%	-24%	(939)	-30%		
Share of losses of associates and JV	(375)	(120)	(319)	NA	-15%	NA	166%	(199)	60%		
Income before tax	18,206	24,745	29,719	91%	63%	7%	20%	24,745	20%	21,038	<b>41%</b>
Income tax	(3,658)	(3,123)	(5,746)	30%	57%	-37%	84%	(3,123)	84%		
Minority interest	72	825	683	-13850%	849%	1912%	-17%	825	-17%		
<b>Net income</b>	<b>14,476</b>	<b>20,797</b>	<b>23,290</b>	<b>98%</b>	<b>61%</b>	<b>16%</b>	<b>12%</b>	<b>20,797</b>	12%	<b>17,423</b>	<b>34%</b>
<b>Non-GAAP net income</b>	<b>14,211</b>	<b>17,454</b>	<b>18,313</b>	<b>42%</b>	<b>29%</b>	<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>17,454</b>	5%	<b>18,374</b>	<b>0%</b>
Non-GAAP Basic EPS (RMB)	1.51	1.85	1.94	41%	28%	2%	5%	1.9	5%		
<b>Non-GAAP Diluted EPS (RMB)</b>	<b>1.49</b>	<b>1.83</b>	<b>1.92</b>	<b>41%</b>	<b>28%</b>	<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>1.83</b>	5%	<b>1.95</b>	<b>-2%</b>
<b>Margin analysis (%)</b>											
Gross margin	51.3	47.4	50.4	-6.4pp	-1.0pp	-1.1pp	2.9pp	49.4	1.0pp	47.0	3.4pp
VAS	60.9	59.3	63.3	-4.0pp	2.3pp	-0.6pp	4.0pp	60.0	3.3pp		
Online advertising	34.8	37.2	31.2	-9.4pp	-3.6pp	0.9pp	-6.0pp	36.0	-4.8pp		
Others	21.9	22.8	25.4	2.4pp	3.5pp	2.5pp	2.6pp	23.0	2.4pp		
Non-GAAP operating margin	37.4	32.9	34.4	-1.2pp	-3.0pp	-0.2pp	1.5pp	32.9	1.5pp		
Non-GAAP net margin	28.7	26.3	24.9	-1.8pp	-3.8pp	0.1pp	-1.4pp	26.3	-1.4pp	26.0	-1.1pp
Advertising revenue per MAU	2.83	5.29	4.44	53%	57%	15%	-16%	4.5	-2%		
Weixin & WeChat MAU	938	989	1,040	11%	11%	1%	5%	998.5	4%		
QQ IM MAU	861	783	806	-10%	-6%	-7%	3%	775.6	4%		
Qzone MAU	632	563	562	-12%	-11%	-1%	0%	563.3	0%		
Total MAU	2,431	2,335	2,408	-3%	-1%	-2%	3%	2,337.4	3%		
Fee-based VAS registered subscriptions	119	135	147	22%	24%	7%	9%	140.0	5%		

资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

## 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。

### 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/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

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