

00700.HK 腾讯控股

港股通（沪、深）

未评级

游戏继续霸占市场，数字内容、支付及云服务或将成为未来强劲驱动力

2018年5月20日

市场数据

日期	2018.05.18
收盘价(港元)	411.00
总股本(亿股)	95.04
总市值(亿港元)	39,060
净资产(亿元)	3,011
总资产(亿元)	6,142
每股净资产(元)	29.21

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018Q1
营业收入(百万元)	102,863	151,938	237,760	73,528
同比增长	30.3%	47.7%	56.5%	48.0%
归母净利润(百万元)	28,806	41,095	71,510	23,290
同比增长	21.0%	42.7%	74.0%	61.0%
毛利率	59.5%	55.6%	49.2%	50.4%
净利率	28.3%	27.3%	30.5%	32.6%
净资产收益率	23.8%	22.3%	26.2%	8.0%
基本每股收益(元)	3.10	4.38	7.60	2.47
每股经营现金流(元)	4.89	6.99	11.28	2.10

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

海外 TMT 研究

张忆东

兴业证券经济与金融研究院
副院长

zhangyid@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

投资要点

- **游戏业务强势复苏，超市场预期。**18 年一季度，游戏业务营收同比增长 68%。其中，受益于《王者荣耀》的 DAU 和 ARPU 的同比增长，《QQ 飞车》的平均 DAU 较 PC 端提高了 7 倍，移动端收入达 217 亿元人民币 (YoY+68%)；此外，移动端用户向 PC 端迁移趋势明显，将导致 PC 端新用户增速难以抵消老用户流失，在此背景下腾讯仍保持 PC 端营收稳定。
- **受独家内容带来的视频订阅及付费音乐等流媒体增长影响，社交网络营收同比增长 47%；**受腾讯视频、音乐等数字内容变现的影响，环比增长达 16%。其中视频即为此项业务的主要增长点，日视频观看量 YoY+60%、视频平台收入 YoY+75%、订阅收入 YoY+85%、广告收入 YoY+64%。
- **在线广告业务迅猛增长，信息流广告优势尽显。**18 年 Q1，在线广告业务收入达 107 亿元人民币，同比增长 55%。其中社交广告由于拥有足够流量的信息流产品，营收同比增长 69%，是广告业务的强劲驱动力。
- **支付及云相关业务继续呈现翻倍增长。**此项业务同比增加 111%，收入占比也从 17 年的 18.23% 上升至今年一季度的 21.71%；毛利率的增长也非常明显，从去年的 21.87% 快速上升到 18 年 Q1 的 25.39%，我们认为，这主要得益于微信小程序以及扫码支付的飞速普及，扩大了支付的各类场景。另一方面，受益于视频云和游戏云的经验优势，云业务收入也再度倍增
- **腾讯投资继续加码，布局赛道处行业前列。**今年一季度，腾讯在于联营公司投资增加 211 亿，在可供出售的金融资产上增加了 548.75 亿。从数量上来看，腾讯的一季度投资笔数比阿里多了一倍有余，比百度更是多了两倍。目前腾讯布局的赛道数量至少 17 个，已处于行业前列。
- **我们的观点：未来，我们对游戏业务的增长态势表示稳健看好，并认为数字内容、支付及其他业务将成为腾讯下一个增长驱动力。**

风险提示：广告业务不及预期，毛利率下降；游戏业务增速放缓；政策监管风险



报告正文

一、游戏业务强势复苏，超市场预期

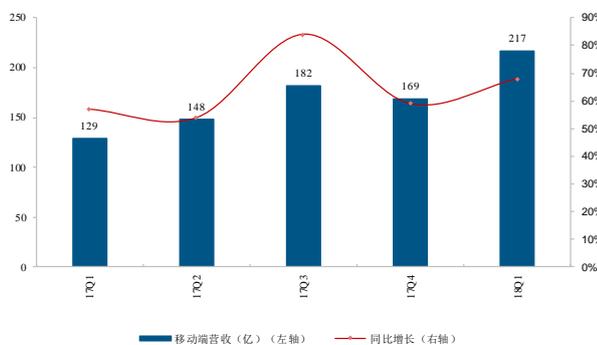
受《王者荣耀》、《QQ飞车》及《奇迹 MU》等游戏的高增长驱动，游戏业务营收同比增长 68%。其中，移动端收入达 217 亿元人民币（YoY+68%、QoQ+28%），手机 ARPU 同比约增长 42%；PC 端收入达 141 亿元人民币（YoY 持平、QoQ+10%）。

● 移动端

从中国区来看：《王者荣耀》市场表现抢眼，在 iOS 畅销榜排行第一，DAU 迎来两位数同比增长，ARPU 及营收也呈现强势上涨趋势，新内容及玩法也在不断迭代。由 PC 端移植至移动端的《QQ飞车》表现也十分出色，在畅销榜位居第二，吸引了 40% 的移动端新玩家，平均 DAU 较 PC 端提高了 7 倍。此外，《绝地求生：刺激战场》、《消除者联盟》、《绝地求生：全军突击》、《QQ炫舞》、《奇迹：觉醒》、《穿越火线：枪战王者》等游戏也跻身排行榜前十。

从全球区来看：公司在移动端下载排名第一，《绝地求生：刺激战场》仅发布一个月便取代了《地铁跑酷》单项 App 下载量第一的位置；公司在移动端收入也排名第一，其开发或代理的《王者荣耀》、《糖果粉碎传奇》、《QQ飞车》与《七龙珠 Z：爆裂大战》分别占据收入排行榜第一、二、六及九位，贡献了庞大的现金流。综上，我们认为公司在移动端游戏的行业领导者地位短期内难以动摇。

图1、腾讯移动端游戏业务本季度营收高速增长



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、腾讯移动端游戏在 iOS 中国区排行榜名列前茅



资料来源：App Annie，兴业证券经济与金融研究院整理

● PC 端

PC 端营收逆势稳步增长：移动端用户向 PC 端迁移趋势明显，将导致 PC 端新用户增速难以抵消老用户流失，在此背景下腾讯仍保持 PC 端营收稳定，其归功于不断更新的游戏内容及中国区 PC 游戏整体市场的活跃。

PC 端增长点趋向多元化：《DnF》即将迎来十周年庆、《地牢围攻》及《绝地求生》分别在预注册及审核阶段、2 个体育类游戏正进行版本迭代、3 个沙盒类游戏也在开发、与斗鱼和虎牙的合作也在深化。

表1、全球PC端营收排行榜前十中有五款与腾讯相关(2018年3月)

游戏全称	游戏类型	所属公司
地下城与勇士	动作	Neople制作, 腾讯代理
英雄联盟	战术竞技	Riot制作, 腾讯代理
梦幻西游2	角色扮演	网易
穿越火线	第一人称射击	Smile Gate开发, 腾讯代理
堡垒之夜	射击竞技	Epic Games开发, 腾讯代理
魔兽世界	角色扮演	暴雪开发, 网易代理
绝地求生	战术竞技	PUBG开发, 腾讯代理
坦克世界	第三人称射击	Wargaming开发, 空中网代理
孤岛惊魂5	第一人称射击	Ubisoft
CS: GO	第一人称射击	Balve与HPE联合开发, 完美世界代理

资料来源: Superdata, 兴业证券经济与金融研究院整理

二、基于内容的增值服务打开社交网络成长空间

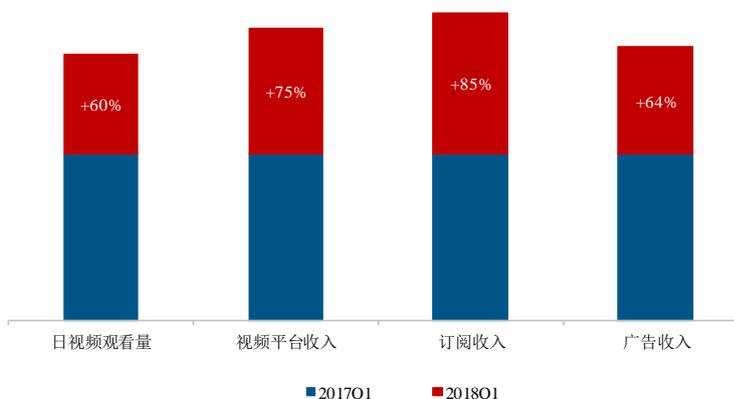
一季度营收181亿元,受独家内容带来的视频订阅及付费音乐等流媒体增长影响,社交网络营收同比增长47%;受游戏相关销售、腾讯视频、《全民K歌》等数字内容变现的影响,环比营收增长达16%。其中腾讯视频即为此项业务的主要增长点。

坚实的基本面+成功的自制内容进一步强化腾讯在在线视频领域中的领导地位。

目前,腾讯视频平台已成为移动端DAU和订阅数最高的在线视频平台,移动端日视频观看量YoY+60%、视频平台收YoY+75%、订阅收入YoY+85%、广告收入YoY+64%。

此外,自制内容成果也远超预期:1)综艺领域:腾讯推出的《创造101》已成为时下最流行的IP之一,Doki平台仅一个月就积累超过1000万粉丝;2)动漫领域:腾讯根据网络同名小说改编的《斗罗大陆》已获得巨大成功,每季视频观看量在同类作品中居首位;3)电影领域:腾讯参与创作和出品的《无问西东》上映仅27天就突破了7亿元人民币的票房,该片作为法国中国电影节的开场电影公映。

图3、腾讯视频平台各指标迎来大幅增长



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

另外，短视频也越来越受欢迎。至 18 年 Q1，QQ 看点拥有超过 8000 万的 DAU，视频观看量较去年同期增长 3 倍；微视拥有独占的数字内容版权库，可提供微视频和 PUCG 等内容以满足用户娱乐需求；腾讯官方账户生成大量优质内容，结合机器学习技术，在定制的技术上为用户推送。我们认为，社交网络的增长将受益于多样化的内容生成，信息流将由中心化的官方推送向社群化的 PUCG 演进。

三、在线广告业务迅猛增长，信息流广告优势具显

18 年 Q1，在线广告业务收入达 107 亿元人民币，同比增长 55%。腾讯在移动视频 DAU、移动视频订阅、组合式新闻服务 MAU、音乐服务平台、在线内容数据库及出版平台等指标上位居第一。

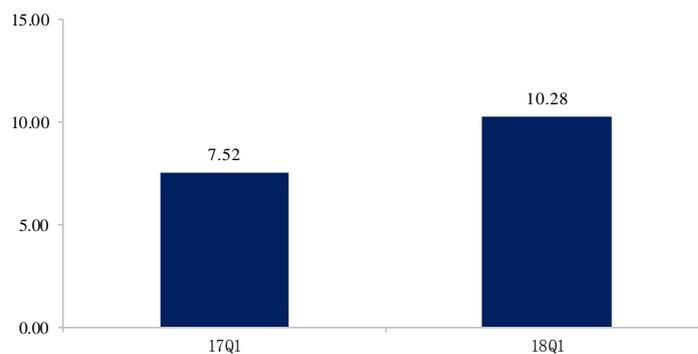
● 媒体广告

媒体广告一季度营收为 33 亿元人民币，同比增长 31%，高增速受益于视频营收高达 66% 的同比增长，尤其是前置广告及新广告模式带来的高边际增量。对比去年四季度营收，视频及广告的利润在一季度出现 20% 的下滑，主要由年初广告需求量季节性低迷所导致。

● 社交及其他广告

社交广告一季度营收为 74 亿元人民币，同比增长 69%，是广告业务的强劲驱动力。其归功于微信朋友圈等信息流广告填充率增加、更高的点击付费及移动端广告收入。从长期来看，微信朋友圈由将由每日一条开放至每天每人最多两条广告，快速的流量增长也将带来更大的增长空间。另外，经计算，就具体的 ARPU 值来看，也有 17Q1 的 7.52 元上升到 18Q1 的 10.28 元，同比上升 36.7%。

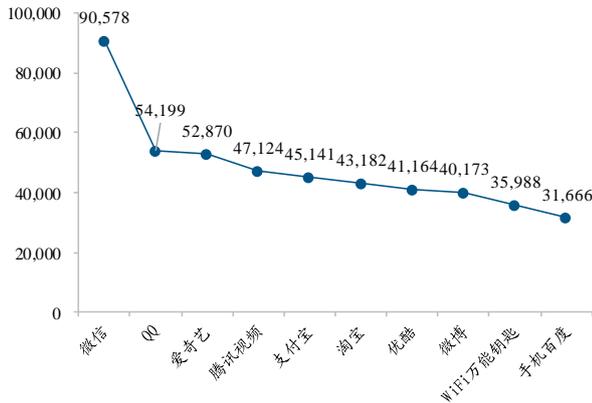
图4、社交广告 ARPU 值（元）



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，拥有足够流量的信息流产品是成为市场竞争力的核心。而相比于其他 APP，包括微信、QQ 等腾讯旗下产品既具有规模优势（月指数远高于其他 APP）又能占据用户的大部分时间（微信、QQ 在 18 年 3 月的人均使用时长为 21.84/7.84 小时），用户的粘性较大，并且在基于社交关系的算法下，用户的画像较为准确。因此，我们认为，该业务将在收入和流量的双优势叠加下将呈现持续性增长。

图5、部分 APP 月指数 (万) (不等同于 MAU)



资料来源: 易观, 兴业证券经济与金融研究院整理

图6、部分 APP 17 年 12 月 & 18 年 3 月人均使用时长



资料来源: 艾瑞咨询, 兴业证券经济与金融研究院整理及计算

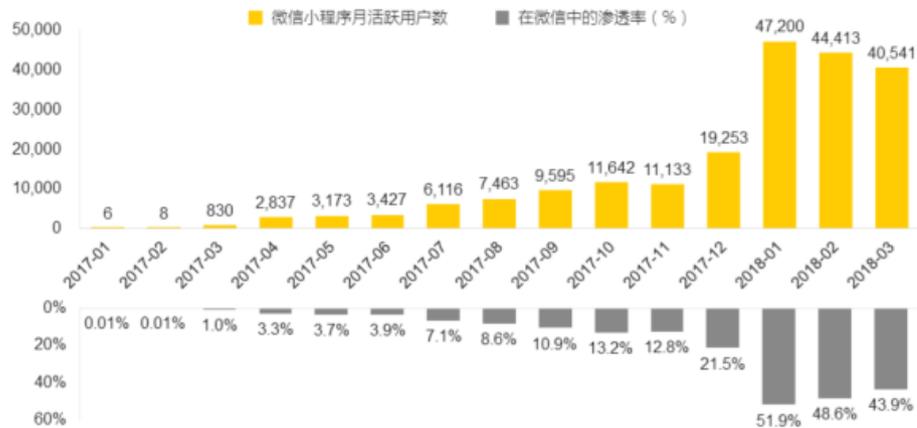
四、支付及云相关业务继续呈现翻倍增长

自 16 年起, 公司“其他”业务增长非常明显, 从收入端来看, 贡献 159.6 亿元的收入, 同比增加 111%, 收入占比也从 17 年的 18.23% 上升至今年一季度的 21.71%; 毛利率的增长也非常明显, 从去年的 21.87% 快速上升到 18 年 Q1 的 25.39%, 我们认为, 这主要得益于微信小程序以及扫码支付的飞速普及, 扩大了支付的各类场景。另一方面, 受益于视频云和游戏云的经验优势, 云业务收入也再度倍增。

● 微信小程序

微信小程序月活跃用户数突破 4 亿, 目前在微信中的渗透率为 44%。此外, 受益于轻量化和标准化的模式, 小程序引入 50 多种入口, 将业务 (支付、广告、游戏、云计算基础设施等) 与技术 (大数据、人工智能、移动互联、云计算等) 深度集成为强大的社交网络生态系统。我们认为, 平台生态的完善, 小程序将成为创利中心而非成本中心, 微信将由社交驱动向平台驱动演化。

图7、2017 年 1 月-2018 年 3 月微信小程序月活跃用户规模 (万) 及渗透率



资料来源: Quest Mobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **扫码支付**

公司为商家引入扫码支付体系化解决方案，该程序允许用户跳过排队阶段并在使用高峰期增加交易效率，再通过社交网络放大合作商的口碑效应，目前已在沃尔玛等超市率先落地。艾瑞咨询预测中国支付交易规模将在 2018 年达 198 万亿元，按照 0.6% 的费率计算，行业空间为 1.2 万亿元。随着腾讯的进入，我们认为**支付领域将掀起新一轮补贴热**，竞争将最终落实到消费者的便利性上。

此外，相较于同行，微信支付整体费率较低。（生活缴费费率 0.1%-0.6%；网络虚拟服务费率 1%；其他类目费率均为 0.6%。）支付宝当面及 PC 端手续费为 0.6%（新签约中小商家 0.55%）；App 及移动端费用为 0.6%-1.2%（自 5 月 9 日期调整为 1%）。Paypal 整体费率较高（月销售额 3 千美元以下为 4.4%+0.3 美元；3 千-1 万美元为 3.9%+0.3 美元；1-10 万美元为 3.7%+0.3 美元；10 万美元以上为 3.4%+0.3 美元；eBay 付款则在原有条件上降低 0.5%。）因此，微信支付在这一维度也有足够的上升空间。

我们认为，一方面，由于腾讯在新零售布局，支付场景逐步扩散，腾讯金融也在继续其快速增长，另一方面，云业务也将加快获取市占，我们预测支付和云业务 18 全年收入同比增幅依旧可期。

五、腾讯投资继续加码，布局赛道处行业前列

今年一季度，腾讯在于联营公司投资增加 211 亿，在可供出售的金融资产上增加了 548.75 亿。从数量上来看，腾讯的一季度投资笔数比阿里多了一倍有余，比百度更是多了两倍。目前腾讯布局的赛道数量至少 17 个，已处于行业前列。

- **我们的观点：**我们认为，腾讯一季度的交出的成绩单强势稳定了市场情绪。游戏业务在处于相对较低增速的存量市场依然能保持 68% 的同比增长率；微信的 MAU 成功突破 10 亿，已超国内网民数量；另外数字内容带动了增值服务用户的增长，视频和音乐等流媒体将成为腾讯主营业务的一大强劲增长来源；另一方面，支付和云服务也依旧保持着倍增，收入占比也从 17 年的 18.23% 上升到今年一季度的 21.71%，远超网络广告（14.54%）毛利率也从 21.87% 快速上升到 25.39%；此外，腾讯投资也在强力扩散自己的生态圈，长期来看或将给腾讯带来巨大的资本收益。未来，我们对游戏业务的增长态势表示**稳健看好**，并认为**数字内容、支付及其他业务将成为腾讯下一个增长驱动力**。
- **风险提示：**1) 广告业务不及预期，毛利率下降；2) 游戏业务增速放缓；3) 政策监管风险

分析师声明

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、皖蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited 有投资银行业务关系、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。