消费升级与娱乐研究中心

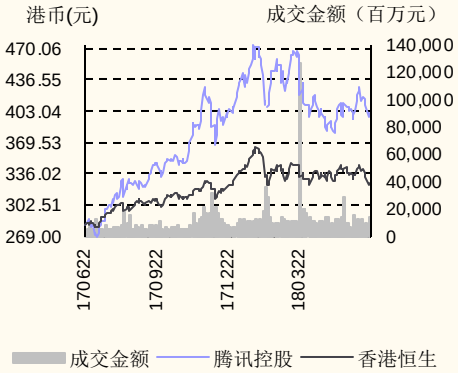
腾讯控股(00700.HK) 买入（维持评级）

港股公司点评

端游《堡垒之夜》上线倒计时 手游《魔力宝贝》称霸畅销榜

市场数据(港币)

收盘价(元)	400.200
流通港股(百万股)	9,504.09
总市值(百万元)	3,803,538.39
年内股价最高最低(元)	474.60/269.00
香港恒生指数	29696.17



股价表现(%)	3 个月	6 个月	12 个月
绝对	-8.92	-1.38	42.12
相对香港恒生	-4.50	-1.78	26.45

相关报告

1.《手游业务仍然强劲，广告业务正在接过火炬-腾讯控股一季度》，2018.5.16

2.《无需恐慌：腾讯最好的日子还在后面-腾讯控股一季报与全年》，2018.5.14

3.《2017Q4 喜忧参半；2018Q1 将超市场预期-腾讯 2017...》，2018.3.22

4.《互联网是一场长跑，腾讯能领跑多久？-腾讯控股(700 HK)...》，2018.1.15

裴培 分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	237,760	334,891	430,598	515,208
同比增长	56.5%	40.9%	28.6%	19.6%
母公司股东溢利(百万)	71,510	78,499	104,137	126,038
扣非净利润(百万)	65,126	87,351	113,657	136,092
同比增长	43.4%	34.1%	30.1%	19.7%
每股收益	7.52	8.26	10.96	13.26
扣非每股收益	6.92	9.19	11.96	14.32
扣非市盈率(倍)	46.35	34.90	26.82	22.40

来源：公司年报、国金证券研究所 注：货币单位是人民币

事件

- 《堡垒之夜》于 5 月下旬获得版本号之后，已经进入国服预约状态。我们预计这将是腾讯自 2011 年以来上线的热度最高、生命周期最长的端游，巅峰期流水可能超过《穿越火线》、直逼《英雄联盟》。
- 市场研究机构 SensorTower 数据显示，《堡垒之夜》手游上线 90 天，全球流水已经超过 1 亿美元，这还是在只有 iOS 版的情况下。只要端游国服运营良好，我们认为腾讯代理《堡垒之夜》手游只是时间问题。
- 在 E3 大展期间，《绝地求生》制作方蓝洞宣称：《绝地求生》全平台 DAU 已经接近 1 亿、注册用户超过 5 亿。我们估计，至少 2/3 用户来自腾讯研发并发行的《绝地求生》手游，该手游已经登陆 140 多个国家和地区。
- 《魔力宝贝》手游于 6 月 20 日登顶 iOS 畅销榜，成为今年以来第四个登上畅销榜首位的腾讯游戏（前三个是《王者荣耀》《QQ 飞车》《奇迹：觉醒》）。《魔力宝贝》是 2002-06 年最热门的端游 IP 之一，用户基础很强，手游还原度很高。它在免费榜也一度登顶，吸引流量能力可见一斑。

评论

- 投资者普遍担心：2018 年端游市场很难再有增量，腾讯仅依靠《地下城与勇士》《英雄联盟》等老游戏，能否避免收入下滑？今年以来一直在欧美端游市场排名前列的《堡垒之夜》上线，将打消这种担忧。
- 《绝地求生之刺激战场》虽然在国内尚未收费，但是从 4 月开始已经在海外市场开启内购。作为一款移动电竞游戏，《刺激战场》海外版目前还处于积累 DAU、培养用户黏性的状态，我们预计下半年将进入大规模变现。
- 《魔力宝贝》手游登顶畅销榜，也证明了腾讯能够在 MMORPG 领域创造神话。今年下半年，腾讯还将发行《指尖江湖》《妖精的尾巴》《完美世界》等 MMO 大作， MMO 产品线可谓日趋完善，不再是软肋。
- 我们通过 DCF 得出目标价 520 港元，对应 35.1 倍 2019 年扣非 P/E，维持“买入”。腾讯仍然是投资者分享中国互联网行业成长的最佳选择。
- **风险因素：**监管风险，新业务风险，技术替代风险，战略投资风险。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表 单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	189619	242076	306178	378403
现金及现金等价物	142421	176946	237164	300420
交易用投资	-	-	-	-
应收款项	16549	18703	24357	22480
其他应收款	17110	26102	22553	29488
存货	295	570	316	646
非流动资产	365053	398786	463508	541746
可供出售投资	127218	152662	206093	267921
联营和共同控制实体的投资	144581	144581	144581	144581
投资物业	800	800	800	800
固定资产	23597	23494	25628	28242
在建工程	3163	6000	7200	8640
土地使用权	5111	4089	3067	2044
无形资产	40266	46844	55822	69200
总资产	554672	640862	769686	920148
流动负债	151740	165806	199422	235979
短期借款	15696	-	-	-
应付款项	54837	71220	87982	103301
预收账款	-	-	-	-
其他	81207	94586	111440	132678
非流动负债	125839	127930	130753	133476
长期借款	82094	82094	82094	82094
其他	43745	45836	48659	51382
负债合计	277579	293737	330175	369454
股本	-	-	-	-
储备	31188	31188	31188	31188
保留溢利	202682	271761	362881	472534
非控制性股东权益	21019	21972	23237	24768
总权益	277093	347126	439511	550694
总负债和总权益	554672	640862	769686	920148

综合现金流量表 单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除所得税后溢利	71510	78499	104137	126038
折旧和摊销	12619	17710	23910	28630
利息费用	-664	-324	-615	-779
营运资本的变动	22776	1064	16273	10765
经营活动产生现金流量	106140	111062	161765	186509
资本性支出	-80715	-26000	-35200	-45040
投资、贷款于联营和共同控制实体	-17528	-	-	-
投资活动产生现金流量	-63624	-51744	-89145	-107647
借款变动	32462	-15696	-	-
发行股份	171	-	-	-
支付的股利和利息	-5998	-9096	-12402	-15606
融资活动产生现金流量	26598	-24792	-12402	-15606
现金净变动	69114	34525	60218	63256
现金的期初余额	71902	142421	176946	237164
现金的期末余额	138465	176946	237164	300420

综合收益表 单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额	237760	334891	430598	515208
销售成本	120835	173081	221510	264391
毛利	116925	161810	209089	250817
销售、一般性和行政开支	50703	70394	90210	107936
研究发展费用	-	-	-	-
其他营业收入	24080	4500	6750	8775
EBITDA	103742	115226	152338	184486
折旧和摊销	12619	17710	23910	28630
EBIT	91123	97516	128428	155856
融资收入净额	488	324	615	779
分占联营和共同控制实体的溢利	821	1600	2800	4200
除所得税前溢利	88215	97840	129043	156634
所得税开支	15744	18387	23641	29066
除所得税后溢利	72471	79453	105402	127568
非控制性股东应占溢利	961	953	1265	1531
股息	1499	9420	13017	16385
母公司股东应占溢利	71510	78499	104137	126038
EPS	7.52	8.26	10.96	13.26

主要财务比率 单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业额增长率	56.5%	40.9%	28.6%	19.6%
EBIT 增长率	70.0%	7.0%	31.7%	21.4%
净利润增长率	74.9%	9.6%	32.7%	21.0%
盈利能力				
EBIT/营业额	38.3%	29.1%	29.8%	30.3%
EBITDA/营业额	43.6%	34.4%	35.4%	35.8%
毛利率	49.2%	48.3%	48.6%	48.7%
净利率	30.5%	23.7%	24.5%	24.8%
ROE	27.9%	24.1%	25.0%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	50.0%	45.8%	42.9%	40.2%
流动比率	1.25	1.46	1.54	1.60
速动比率	1.23	1.44	1.52	1.59
营运能力				
资产周转率	0.43	0.52	0.56	0.56
应收帐款周转率	17.81	19.00	20.00	22.00
应付账款周转率	5.55	5.31	5.41	5.39
存货周转率	433.10	400.00	500.00	550.00
每股资料				
每股收益	7.52	8.26	10.96	13.26
每股经营现金流	11.17	11.69	17.02	19.62
每股净资产	26.94	34.21	43.80	55.34
估值比率(倍)				
PE	43.50	39.63	29.87	24.68
PB	12.15	9.57	7.47	5.91
EV/EBITDA	30.20	25.62	18.91	15.09

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH