

## 高基数下的短期业绩压力显现

■ **短期游戏收入环比增速压力加大：**我们预计二季度公司游戏业务面临较大环比压力，预测手游收入环比-17.6%、同比+20.5%至178.5亿元，环比下滑原因包括：1) 吃鸡类游戏持续圈用户，尚未开始变现，游戏版号申请的不确定性继续影响整个行业的新游推出节奏；2) 相对于一季度的新游QQ飞车，二季度缺乏体量更大或相当的爆款产品；3) 一季度有春节期间活动推动《王者荣耀》流水攀高，二季度流水贡献环比下滑，季节性越来越明显。手游的同比增长动力来自于《王者荣耀》的流水同比增长以及新游戏的推出。长远看，我们不担心公司的游戏及玩法的储备，加上公司内部的赛马机制，仍然看好公司打造爆款的能力。我们预期公司全年手游收入同比+32%至827亿元（假设吃鸡类手游和《剑网3》从四季度开始变现），端游收入同比+2%至557亿元，整体游戏收入同比+18%，占收入比例约43%（vs 2017年占比49%）。

■ **社交广告变现空间大、战线长：**我们认为基于社交流量的广告变现是有长期增长空间的，以效果广告计平均微信MAU对应的广告变现水平仅为Facebook（全球）的约1/5，但由于微信的强社交属性，我们预计变现过程是长期并谨慎进行的。继小程序和公众号流量部分打通后，7月初微信官方宣布小程序广告组件全量开放，开发者可在小程序接入广告并按月获得收入。我们预期广告收入在二季度同比+37.5%，全年同比+44%，占收入比例约18%。主要的增长动力是社交广告收入，其中最重要的两个组成部分是朋友圈和公众号广告。

■ **支付和云仍然是“连接”一切的基础设施：**我们认为支付和云业务作为基础设施工具，变现不是短期目标，重点是用户和市场份额的获取以及对整个生态的支持。我们预计支付相关业务和腾讯云仍然在高速增长阶段，预计云收入今年保持同比三位数增长（参照行业龙头高两位数到三位数同比增长），占收入比例约7%-8%；5月，腾讯云在云+未来峰会宣布核心产品全线降价，我们认为IAAS市场的市场马太效应持续，市场竞争激烈，龙头公司将进一步获取份额。

■ **盈利预测及投资建议：**我们预计公司二季度收入同比+30%、环比持平在736亿元，非通用会计准则净利润187亿元，同比+14%、环比+2%；2018/19年的非通用会计准则净利润分别为803亿元和1059亿元，对应净利润同比增速分别是23%和32%，非通用会计准则每股收益分别为8.39元/11.04元（9.87港币/12.99港币）。由于二季度游戏业务环比压力增加，以及版号申请过程的不确定性仍然存在，我们将2018-19年非通用会计准则净利润分别调低1.5%和4.9%。维持买入-A评级。目标价500港币（原530港币），基于1.2xPEG（不变）、32%的2018-21年EPS CAGR以及2019年非通用会计准则EPS12.99港币。目标价对

投资评级 **买入-A**  
维持评级

12个月目标价：**500.00 港币**  
股价（2018-07-11）**379.40 港币**

### 交易数据

总市值（百万美元）	459,425
流通市值（百万美元）	275,098
总股本（百万股）	9504.7
流通股本（百万股）	5691.3
12个月价格区间（港币）	273.8-476.6

资料来源：彭博

胡又文 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450511050001  
huyw@essence.com.cn  
021-35082010

### 相关报告

腾讯控股：腾讯控股（0700.HK）一季度收入超预期，全年利润率承压/胡又文	2018-05-17
腾讯控股：腾讯控股（700.HK）2018年有的放矢；长期货币化潜力可期/胡又文	2018-03-22
腾讯控股：腾讯（700.HK）3Q17业绩超预期，手游增长亮眼/胡又文	2017-11-16
腾讯控股：腾讯（700.HK）公司深度报告 - 增长引擎多元，中期增长稳健/胡又文	2017-10-10

应 2019 年的估值为 38.5 倍非通用会计准则市盈率。

■ **风险提示：**新游戏流水表现不及预期、对内容以及新业务投入拉低利润率、广告增速低于预期。

摘要(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	151,938	237,760	320,681	418,938	539,854
非通用会计准则净利润	45,420	65,126	80,325	105,907	139,488
非通用会计准则每股收益(元)	4.78	6.83	8.39	11.04	14.52
每股净资产(元)	18.62	27.21	35.35	46.21	60.51

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非通用会计准则市盈率(倍)	67.4	47.2	38.4	29.2	22.2
市净率(倍)	17.32	11.85	9.12	6.98	5.33
非通用会计准则净利润率	29.9%	27.4%	25.0%	25.3%	25.8%
净资产收益率	22.1%	25.8%	26.4%	25.9%	25.3%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	13.4%	13.1%	13.9%	15.7%	17.0%

数据来源：公司年报，安信证券研究中心预测

## 1. 财务报表

表 1: 腾讯 - 收入利润表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	<b>151,938</b>	<b>237,760</b>	<b>320,681</b>	<b>418,938</b>	<b>539,854</b>
同比	47.7%	56.5%	34.9%	30.6%	28.9%
增值服务	107,810	153,983	183,317	215,768	250,541
- 网络游戏	70,844	97,883	111,881	127,034	142,209
- 社交网络	36,966	56,100	71,436	88,734	108,332
网络广告	26,970	40,439	58,154	83,923	115,905
其他	17,158	43,338	79,209	119,247	173,408
收入成本	(67,439)	(120,835)	(167,977)	(227,486)	(301,148)
<b>毛利</b>	<b>84,499</b>	<b>116,925</b>	<b>152,704</b>	<b>191,452</b>	<b>238,706</b>
毛利率	55.6%	49.2%	47.6%	45.7%	44.2%
销售及市场推广开支	(12,136)	(17,652)	(25,080)	(27,080)	(29,080)
一般及行政开支	(22,459)	(33,051)	(42,020)	(47,470)	(54,470)
利息及其他收益	6,213	24,080	37,283	37,283	38,028
经营利润	56,117	90,302	122,887	154,184	193,185
经营利润率	36.9%	38.0%	38.3%	36.8%	35.8%
<b>非通用会计准则经营利润</b>	<b>58,154</b>	<b>82,023</b>	<b>108,322</b>	<b>140,084</b>	<b>180,185</b>
非通用会计准则经营利润率	38.3%	34.5%	33.8%	33.4%	33.4%
财务成本净额	(1,955)	(2,908)	(2,616)	(2,616)	(2,616)
联营公司及合营公司利润/(亏损)	(2,522)	821	(1,276)	(1,276)	(1,276)
税前利润	51,640	88,215	118,995	150,292	189,293
所得税开支	(10,193)	(15,744)	(21,816)	(27,553)	(34,073)
期内净利润	41,095	71,510	94,447	120,007	152,488
非控制性权益应占盈利	(352)	(961)	(2,732)	(2,732)	(2,732)
公司权益持有人应占盈利	41,095	71,510	94,447	120,007	152,488
净利率	27%	30%	29%	29%	28%
<b>非通用会计准则公司权益持有人应占盈利</b>	<b>45,420</b>	<b>65,126</b>	<b>80,325</b>	<b>105,907</b>	<b>139,488</b>
非通用会计准则净利率	30%	27%	25%	25%	26%
每股盈利 (元) - 基本	4.38	7.60	10.01	12.69	16.10
每股盈利 (元) - 摊薄	4.33	7.50	9.87	12.51	15.87
非通用会计准则每股盈利 (元)-摊薄	4.78	6.83	8.39	11.04	14.52

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

**表 2: 腾讯 - 资产负债表**

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>非流动资产</b>	<b>246,745</b>	<b>376,226</b>	<b>402,180</b>	<b>435,362</b>	<b>477,761</b>
物业、设备及器材、在建工程等	19,428	27,560	41,834	62,469	91,279
土地使用权	5,174	5,111	5,111	5,111	5,111
无形资产	36,467	40,266	47,406	54,546	61,687
于联营公司、合营公司的投资	80,299	144,581	144,581	144,581	144,581
可供出售金融资产	83,806	127,218	127,418	127,618	127,818
递延所得税资产	7,033	9,793	9,793	9,793	9,793
预付款项、按金及其他	14,538	21,697	26,036	31,244	37,492
<b>流动资产</b>	<b>149,154</b>	<b>178,446</b>	<b>255,091</b>	<b>363,357</b>	<b>512,009</b>
现金及现金等价物	71,902	105,697	161,751	243,831	368,287
存货	263	295	295	295	295
应收账款	10,152	16,549	26,357	36,729	47,330
定期存款	50,320	36,724	38,724	40,724	42,724
受限制现金	750	1,606	1,606	1,606	1,606
预付款项、按金及其他	15,767	17,575	26,357	40,172	51,767
<b>资产总额</b>	<b>395,899</b>	<b>554,672</b>	<b>657,271</b>	<b>798,719</b>	<b>989,770</b>
<b>流动负债</b>	<b>101,197</b>	<b>151,740</b>	<b>175,881</b>	<b>212,535</b>	<b>265,667</b>
应付账款	27,413	50,085	64,405	82,750	105,397
借款及应付票据	15,744	20,448	20,448	20,448	20,448
其他应付款项及预提费用	20,873	29,433	32,202	33,100	42,159
其他流动负债	5,964	9,642	2,000	2,000	2,000
<b>非流动负债</b>	<b>108,455</b>	<b>125,839</b>	<b>124,158</b>	<b>122,812</b>	<b>121,736</b>
长期借款及应付票据	93,753	111,457	111,457	111,457	111,457
递延所得税负债	5,153	5,975	5,975	5,975	5,975
其他非流动负债	9,549	8,407	6,726	5,380	4,304
<b>负债总额</b>	<b>209,652</b>	<b>277,579</b>	<b>300,038</b>	<b>335,347</b>	<b>387,404</b>
权益	186,247	277,093	357,232	463,371	602,366
公司权益持有人应占权益	174,624	256,074	333,481	436,888	573,151
少数股东权益	11,623	21,019	23,751	26,483	29,215
<b>权益及负债</b>	<b>395,899</b>	<b>554,672</b>	<b>657,271</b>	<b>798,719</b>	<b>989,770</b>

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

**表 3: 腾讯 - 现金流量表**

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	41,447	72,471	94,447	120,007	152,488
+ 折旧和摊销	12,741	23,611	25,111	26,611	28,111
+ 股权激励成本	4,313	6,137	7,440	8,540	9,640
+ 其他非现金费用	-2,967	-15,150	-15,150	-15,150	-15,150
+ 其他	-983	-4,592	0	0	0
+ 运营资金变动	10,967	23,663	-471	5,916	23,612
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>65,518</b>	<b>106,140</b>	<b>111,377</b>	<b>145,923</b>	<b>198,701</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-70,923</b>	<b>-96,392</b>	<b>-48,725</b>	<b>-56,586</b>	<b>-66,261</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>31,443</b>	<b>26,598</b>	<b>-6,598</b>	<b>-7,258</b>	<b>-7,983</b>
现金及现金等价物净增加/(减少)	26,038	36,346	56,054	82,080	124,456
汇兑收益/(亏损)	2,426	-2,551	0	0	0
期初现金及现金等价物	43,438	71,902	105,697	161,751	243,831
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>71,902</b>	<b>105,697</b>	<b>161,751</b>	<b>243,831</b>	<b>368,287</b>

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动;

## ■ 分析师声明

胡又文声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034