香港股市 | TMT | 互联网

更新报告

腾讯控股（700 HK）

Q3 业绩好坏参半，金融科技及企业服务成增长动力

3Q19 业绩大致符合预期，整体稳健发展

19 年第三季度收入同比增长 21%至 972.4 亿人民币，主要为受商业支付服务及其他金融服务、智能手机游戏、社交及其他广告业务所推动。增值服务拖累毛利率同比下降 0.3 个百分点，精简运营使得销售及市场推广开支相对收入的比率下降，其他收益净额同比下降较多，共同导致净利润同比下降 12.6%至 203.8 亿人民币，但非国际财务报告准则净利润同比增长 23.9%至 244.1 亿人民币。自由现金流同比增长 35.7%至 377.3 亿人民币。递延收入较上季度增加 6.7%至 593.8 亿人民币。我们认为财报反映公司整体保持稳健发展。

手游出海取得成绩，复苏趋势明显

3Q19 手游收入同比增长 24.6%，环比增速提升至 9.5%。值得注意的是国际市场收入贡献已超游戏收入的 10%，反映公司已逐步可以应对不同市场的机遇和挑战，将为游戏业务打开更大的增长空间，同时降低了国内市场政策风险可能带来的影响。《和平精英》用户活跃度提升，目前仍属于确认递延收入的初期阶段，可支持未来收入增长。

金融科技及企业服务接力游戏成为重要增长动力

3Q19 金融科技及企业服务收入同比增长 35.9%，收入占比提升，有望于未来超过网络游戏业务成为公司最主要收入来源。金融科技多项经营指标向好，反映公司用户习惯培养已见成效，随着生态系统规模扩大，用户体验将进一步提升，有望推动该业务保持高速增长。云收入同比增长 80%至 47 亿元。公司整体战略升级有成效，未来可期。

网络广告业务仍有压力，看好社交及其他广告业务发展

3Q19 网络广告收入同比增长 13%至 184 亿人民币，主要受社交及其他广告业务加速增长推动，但媒体广告业务收入同比下降 28%。我们认为媒体广告收入下降与宏观经济增长放缓导致广告投放更加谨慎以及短视频发展抢占市场有关，短期还将受压。社交及其他广告收入因微信及小程序具较强竞争力，需求端受宏观经济影响相对较小，供应端仍有较大拓展空间，可继续通过增加库存及曝光量等方式推动收入增长。

提高目标价至 395.1 港元，上调至买入评级

我们调整盈利预测，预计公司 2019 年至 2021 年的每股基本盈利分别为 9.92/9.97/11.94 元人民币。提高目标价至 395.1 港元，对应 36.1 倍的 20 年预测市盈率，相当于近 5 年远期市盈率平均值。目标价相对现价有 23.5%的潜在升幅，上调至“买入”评级。

风险提示：（一）新游戏及海外拓展不及预期；（二）经济增长放缓；（三）金融科技及企业业务拓展不及预期；（四）政策风险

主要财务数据（十亿人民币）（估值更新至 2019 年 11 月 14 日）

年结:12 月 31 日	17A	18A	19E	20E	21E
收入	238	313	375	439	510
增长率	56.5%	31.5%	19.8%	17.1%	16.2%
净利润	65	77	96	110	131
增长率	43.4%	19.0%	23.3%	15.3%	19.2%
每股基本盈利（人民币）	7.60	8.34	9.92	9.97	11.94
市盈率	44.5	33.1	29.3	29.2	24.4
每股股息（人民币）	0.71	0.87	1.04	1.04	1.25
派息比率	9.5%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
每股净资产（人民币）	26.85	33.81	43.97	54.41	67.07
市净率	12.5	8.1	6.5	5.3	4.3

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

评级：买入

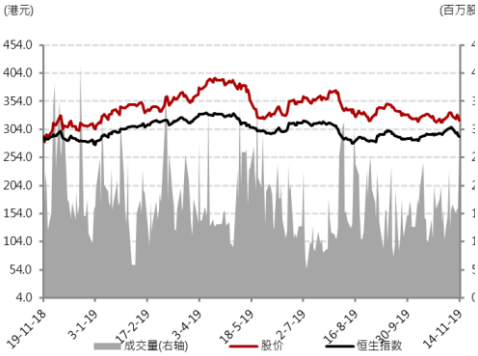
目标价：395.10 港元

股票资料（更新至 2019 年 11 月 14 日）

现价	319.80 港元
总市值	30,548.14 亿港元
流通股比例	61.08%
已发行总股本	9,552.27 百万
52 周价格区间	270.18-400.40 港元
3 个月日均成交额	5,186.81 百万 港元
主要股东	MIH（占 31.0%）

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20190517 - 腾讯控股（700 HK）更新报告：首季净利胜预期，看好游戏业务

20190816 - 腾讯控股（700 HK）更新报告：Q2 手游业务复苏，广告业务遇挑战

分析师

秦越

+852 2359 1871

angela.qin@ztsc.com.hk

3Q19 业绩大致符合预期，整体稳健发展

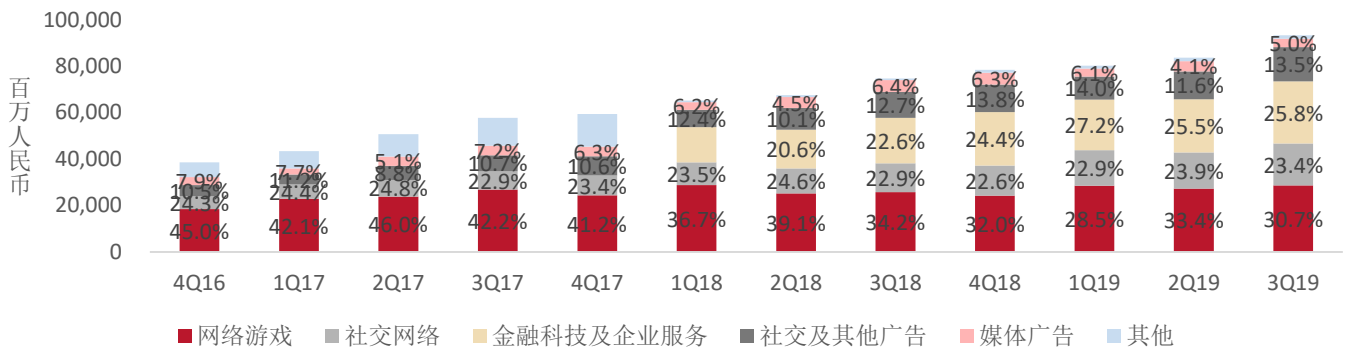
19 年第三季度收入同比增长 21%至 972.4 亿人民币，大致符合市场预期，主要为受商业支付服务及其他金融服务、智能手机游戏、社交及其他广告业务所推动。由于直播、视频流媒体订购及网络游戏等服务与产品的内容成本增加，以及智能手机游戏渠道成本增加，毛利率同比下降 0.3 个百分点；但精简运营使得销售及市场推广开支相对收入的比率下降。其他收益净额同比下降较多，主要由于公司投资的美团于 3Q18 上市后公允价值变动计入其他收益，导致去年同期基数较高，以及反映其他非国际财务报告准则调整项目。上述项目共同导致净利润同比下降 12.6%至 203.8 亿人民币，低于市场预期，我们更关注非国际财务报告准则净利润，其同比增长 23.9%至 244.1 亿人民币，大致符合市场预期。自由现金流同比增长 35.7%至 377.3 亿人民币。递延收入达 593.8 亿人民币，较去年底大幅增加 20.1%，较上季度增加 6.7%。总体来讲，我们认为财报反映公司整体保持稳健发展。

图表 1：腾讯控股 2019 年第三季度主要财务数据分析

（十亿人民币）	3Q19	3Q18	同比	2Q19	环比	变化主要原因
收入	97.2	80.6	20.6%	88.8	9.5%	
增值服务	50.6	44.0	14.9%	48.1	5.3%	
网络游戏	28.6	25.8	10.8%	27.4	4.2%	国内主要游戏、海外游戏带动手游收入快速增长，部分增长被端游下跌抵消
社交网络	22.0	18.2	20.8%	20.8	6.0%	
金融科技及企业服务	26.8	19.7	35.9%	22.9	16.9%	商业支付比数及金额强劲增长；云服务在主要垂直领域渗透带动收入同比增长 80%
网络广告	18.4	16.2	13.0%	16.4	11.9%	
社交及其他广告	14.7	11.2	31.9%	12.0	22.5%	通过增加库存及曝光量、优化及推出新广告格式等方式增加收入
媒体广告	3.7	5.1	-28.3%	4.4	-17.0%	内容排播的不确定性导致视频招商广告收入下跌；受宏观经济影响
其他	1.5	0.6	144.7%	1.4	2.7%	
收入成本	-54.8	-45.1	21.4%	-49.7	10.2%	
增值服务	-24.4	-19.2	27.4%	-22.8	7.1%	直播、视频流媒体订购及网络游戏等内容成本增加；手游渠道成本增加
金融科技及企业服务	-19.3	-14.7	31.5%	-17.4	11.2%	
网络广告	-9.4	-10.3	-8.4%	-8.4	11.6%	视频广告内容成本下降
其他	-1.6	-1.0	65.8%	-1.1	47.4%	
毛利	42.5	35.5	19.7%	39.1	8.6%	
毛利率	43.7%	44.0%	-0.3 ppt	44.1%	-0.4 ppt	
利息收入	1.7	1.1	0.5	1.7	1.3%	
其他收益净额	0.9	8.8	-89.4%	4.0	-76.9%	公司投资的美团点评于 3Q18 上市后所得公允价值收益计入其他收益
销售及市场推广开支	-5.7	-6.6	-12.9%	-4.7	21.3%	内部调减成效较低的推广活动
一般行政开支	-13.5	-10.9	24.3%	-12.6	7.6%	
经营盈利	25.8	27.9	-7.3%	27.5	-6.2%	
财务成本净额	-1.7	-1.5	17.1%	-2.0	-11.9%	
分占联营公司及合营公司亏损	0.2	0.3	-11.4%	2.4	-90.1%	
除税前盈利	24.3	26.6	-8.7%	27.9	-12.9%	
所得税开支	-3.3	-3.2	3.4%	-3.2	3.5%	
期内盈利	21.0	23.4	-10.4%	24.7	-15.0%	
净利润	20.4	23.3	-12.6%	24.1	-15.6%	
净利率	21.0%	29.0%	-8.0 ppt	27.2%	-6.2 ppt	
非国际财报准则净利润	24.4	19.7	23.9%	23.5	3.8%	
非国际财报准则净利率	25.1%	24.5%	0.7 ppt	26.5%	-1.4 ppt	

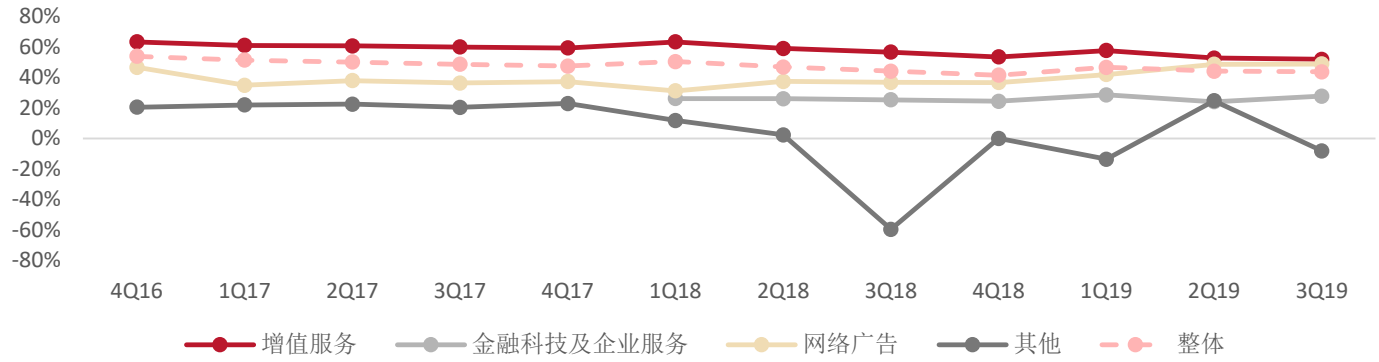
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：收入及收入结构变化



来源：公司资料，中泰国际研究部预测。^17 年数据中其他业务分部收入包含了金融科技及企业服务；4Q18 金融科技及企业服务及其他业务收入为中泰国际估计

图表 3：各项业务及整体毛利率变化



来源：公司资料，中泰国际研究部

手游出海取得成绩，复苏趋势明显

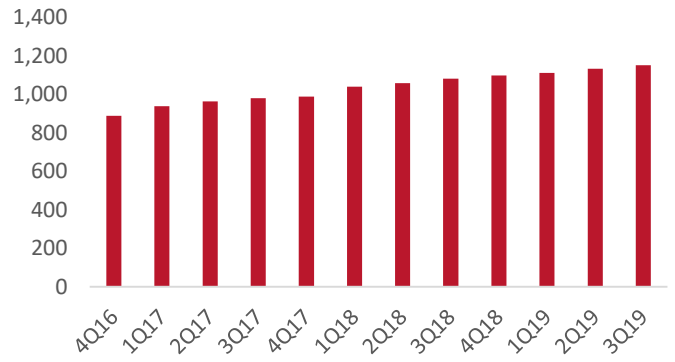
3Q19 手游收入达 24.3 亿人民币，同比增长 24.6%，环比增速提升至 9.5%。值得注意的是国际市场收入贡献已超游戏收入的 10%，其中，《PUBG MOBILE》的月活跃账户数同比增长一倍，与 Activision Blizzard 合作开发的《Call of Duty Mobile》在推出后一个月内下载量超过 1 亿。我们相信公司于国际市场的出色表现反映公司已逐步可以应对不同市场的机遇和挑战，将为游戏业务打开更大的增长空间，同时降低了国内市场政策风险可能带来的影响。中国市场方面，《和平精英》用户活跃度提升，但目前仍属于确认递延收入的初期阶段，3Q19 递延收入较上季度增长可给予市场更多信心；此外，《王者荣耀》日活跃账户数保持稳健增长，购买季票用户增加，料将继续支持手游收入增长。国家新闻出版署于近期发布新规限制未成年用户游戏时长、付费等，预期将影响部分游戏企业收入，但公司已于 2017 年起主动推行健康系统，新规对公司游戏业务影响有限。微信及 WeChat 的合并月活跃账户数同比增长 6.3%至 11.51 亿，继续为手游提供坚实用户基础。

金融科技及企业服务接力游戏成为重要增长动力

3Q19 金融科技及企业服务收入同比增长 35.9%，环比加速增长 16.9%，收入占比较上季度提高 1.7 个百分点至 27.5%，有望于未来超过网络游戏业务成为公司最主要收入来源。受惠于日活跃用户数、每名用户交易量、各行业活跃商户数等均有所增加，商业支付交易笔数（尤其是线下场景）及交易金额均强劲增长。此外，理财通用户数目同比增长超一倍，总客户资产增长。我们认为金融科技各项经营指标向好，反映公司用户习惯培养已见成效，随着生态系统规模扩大，用户体验将进一步提升，有望推动金融科技服务保持高速增长。受惠于现有客户增加使用量，3Q19 云收入同比增长 80%至 47 亿元。整体来讲，金融科技及企业服务的高速增长反映公司整体战略升级有成效，未来可期。与此同时，我们注意到中国人

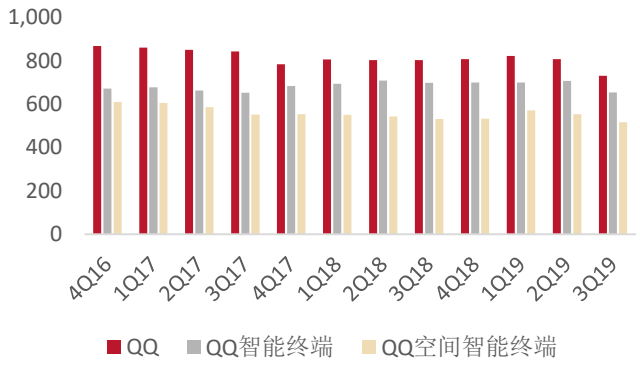
民银行支付结算司副司长穆长春于今年 8 月表示央行数字货币即将推出，支付业务未来或将面临政策及竞争挑战，同时亦将有机会在政策推动下受惠市场规模加速增长。

图表 4：微信及 WeChat 合并月活跃用户数



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 5：QQ 相关月活跃用户数

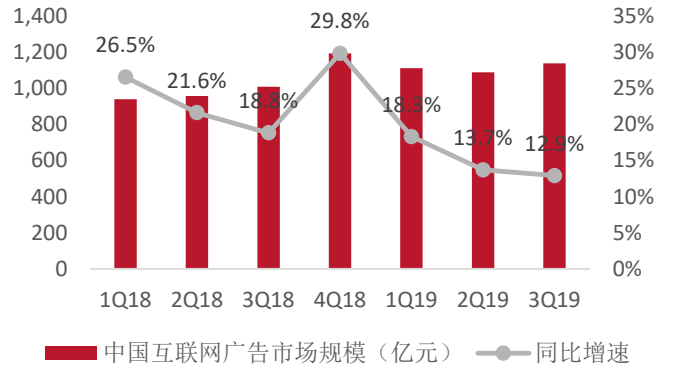


来源：公司资料，中泰国际研究部

网络广告业务仍有压力，看好社交及其他广告业务发展

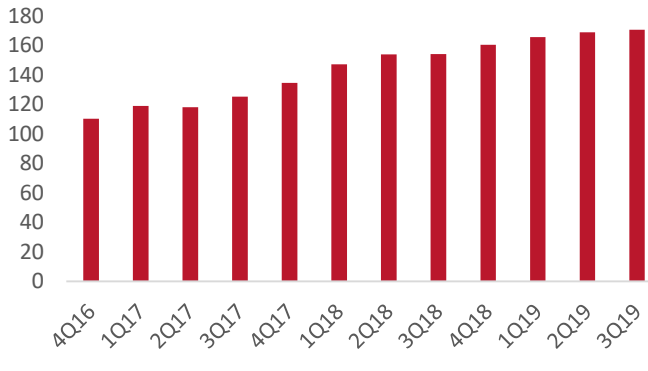
3Q19 网络广告收入同比增长 13%至 184 亿人民币，主要受社交及其他广告业务加速增长推动，同比及环比增速分别提高 3.9 及 1.2 个百分点至 31.9%及 22.5%，但媒体广告业务同比及环比分别下降 28%及 17%至 37 亿人民币，网络广告业务整体增速与中国互联网广告市场规模增速（12.9%）一致。公司表示媒体广告收入下降主要由于内容排播的不确定性导致视频招商广告收入下跌，但移动视频日活跃账户数保持稳定，广告加载量增加带动腾讯视频应用内的信息流广告快速增长。我们认为媒体广告收入下降与宏观经济增长放缓导致广告投放更加谨慎以及短视频发展抢占市场有关。随着 5G 发展，短视频、直播将会爆发式增长，预期市场竞争仍然激烈，短期还将受压。社交及其他广告收入增长加快主要由于 1）广告库存及曝光量增加令微信朋友圈广告收入增加；2）简化广告格式及推出更多视频广告库存令移动广告联盟收入增长；3）日活跃账户数及广告曝光量增长以及推出了插屏广告及视频贴片广告的新格式令微信小程序广告收入增加。我们认为微信生态圈的发展可令其保持高用户活跃度，对广告主有吸引力，需求端受宏观经济影响相对较小；与此同时，微信朋友圈广告曝光量仍然较低，微信小程序习惯已养成，活跃账户数及月均使用时长正在增加，供应端仍有较大拓展空间，因此我们看好社交及其他广告业务发展。

图表 6：中国互联网广告市场规模



来源：QuestMobile，中泰国际研究部

图表 7：收费增值服务注册账户数



来源：公司资料，中泰国际研究部

提高目标价至 395.1 港元，上调至买入评级

我们调整盈利预测，预计公司 2019 年至 2021 年的每股基本盈利分别为 9.92/9.97/11.94 元人民币。提高目标价至 395.1 港元，对应 36.1 倍的 20 年预测市盈率，相当于近 5 年远期市盈率平均值。目标价相对现价有 23.5%的潜在升幅，上调至“买入”评级。

风险提示：（一）新游戏及海外拓展不及预期；（二）经济增长放缓；（三）金融科技及企业业务拓展不及预期；（四）政策风险

图表 8：财务摘要（年结：12 月 31 日；十亿人民币）

利润表	17A	18A	19E	20E	21E
收入	**238**	**313**	**375**	**439**	**510**
销售成本	-121	-171	-208	-247	-286
毛利	**117**	**142**	**166**	**192**	**224**
利息收入	4	5	7	10	14
其他收益净额	20	17	17	4	4
销售及市场推广开支	-18	-24	-21	-25	-29
一般行政开支	-33	-42	-51	-59	-69
经营盈利	**90**	**98**	**118**	**121**	**143**
财务成本净额	-3	-5	-5	-5	-5
分占联营公司及合营公司亏损	1	1	-0	0	0
除税前盈利	**88**	**94**	**112**	**115**	**137**
所得税开支	-16	-14	-16	-18	-22
期内盈利	72	80	96	97	115
净利润	**72**	**79**	**94**	**94**	**113**
非国际财报准则净利润	**65**	**77**	**96**	**110**	**131**

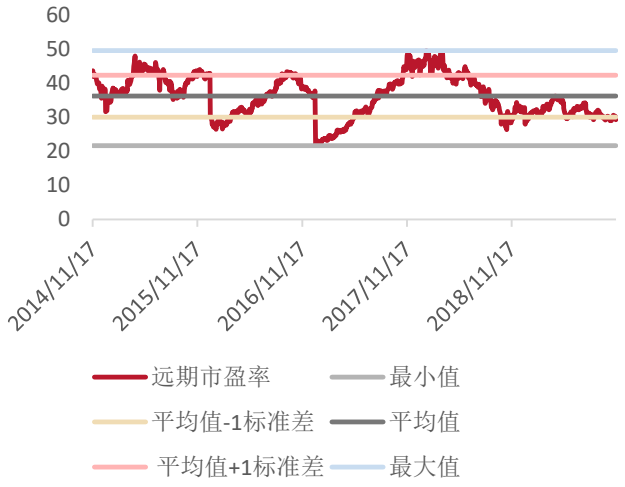
现金流量表	17A	18A	19E	20E	21E
年度盈利	**72**	**80**	**96**	**97**	**115**
所得税项开支	16	14	16	18	22
折旧及摊销	24	34	45	53	61
运营资金变动	24	5	22	30	35
其他	-29	-27	-23	-12	-17
经营活动所得现金净额	**106**	**106**	**157**	**186**	**216**
购买物业、机器及设备	-12	-20	-23	-28	-32
其他	-84	-132	-7	-33	-36
投资活动所耗现金净额	**-96**	**-152**	**-30**	**-61**	**-68**
已付股息	-6	-7	-8	-10	-10
其他	33	43	0	0	0
融资活动所耗现金净额	**27**	**35**	**-8**	**-10**	**-10**
年初的现金及现金等价物	72	106	98	216	332
现金及现金等价物增加净额	36	-10	118	116	138
年末现金及现金等价物	**106**	**98**	**216**	**332**	**470**

资产负债表	17A	18A	19E	20E	21E
总资产	**555**	**724**	**862**	**1,007**	**1,179**
流动资产	**178**	**217**	**338**	**464**	**615**
应收账款	17	28	37	47	59
预付款按金及其他资产	17	18	20	21	22
现金及现金等价物	106	98	216	332	470
其他流动资产	39	72	65	65	65
非流动资产	**376**	**506**	**524**	**543**	**564**
物业、机器及设备	24	35	46	57	69
其他非流动资产	353	471	478	485	495
总负债	**278**	**367**	**406**	**448**	**497**
流动负债	**152**	**202**	**241**	**283**	**332**
应付账款	50	74	96	121	151
借款	16	27	27	27	27
其他流动负债	86	102	119	136	154
非流动负债	**126**	**165**	**165**	**165**	**165**
借款	82	87	87	87	87
应付票据	29	51	51	51	51
其他非流动负债	14	26	26	26	26
权益总额	**277**	**356**	**456**	**559**	**682**
本公司股东应占权益	256	324	421	521	643
非控股股东权益	21	33	35	37	40
负债及权益总额	**555**	**724**	**862**	**1,007**	**1,179**
净现金/（负债）	12	-16	96	211	350

重要指标	17A	18A	19E	20E	21E
增长率					
收入	56.5%	31.5%	19.8%	17.1%	16.2%
毛利	38.4%	21.5%	16.9%	15.6%	16.6%
经调整 EBITDA	43.4%	23.4%	27.7%	16.5%	15.9%
净利润	74.0%	10.1%	19.4%	0.5%	19.7%
非国际财务报告准则净利润	43.4%	19.0%	23.3%	15.3%	19.2%
盈利能力					
毛利率	49.2%	45.5%	44.4%	43.8%	43.9%
净利润率	30.1%	25.2%	25.1%	21.5%	22.2%
非国际财务报告准则净利润率	27.4%	24.8%	25.5%	25.1%	25.8%
资产回报率（ROA）	15.0%	12.3%	11.9%	10.1%	10.3%
股本回报率（ROE）	30.9%	24.9%	23.1%	18.6%	18.2%
债务偿还能力					
负债股权比率	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
权益乘数	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
利息覆盖率	33.0	25.3	28.1	32.7	37.9
流动比率	1.2	1.1	1.4	1.6	1.9
其他					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
派息比率	9.5%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%

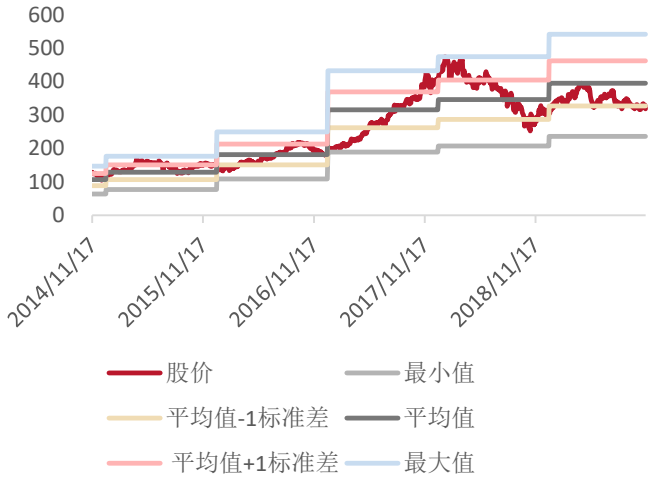
来源：公司资料，中泰国际研究部预测。^银行结余及现金不包含已抵押银行存款

图表 9：PE Band（5 年）



来源：彭博，中泰国际研究部

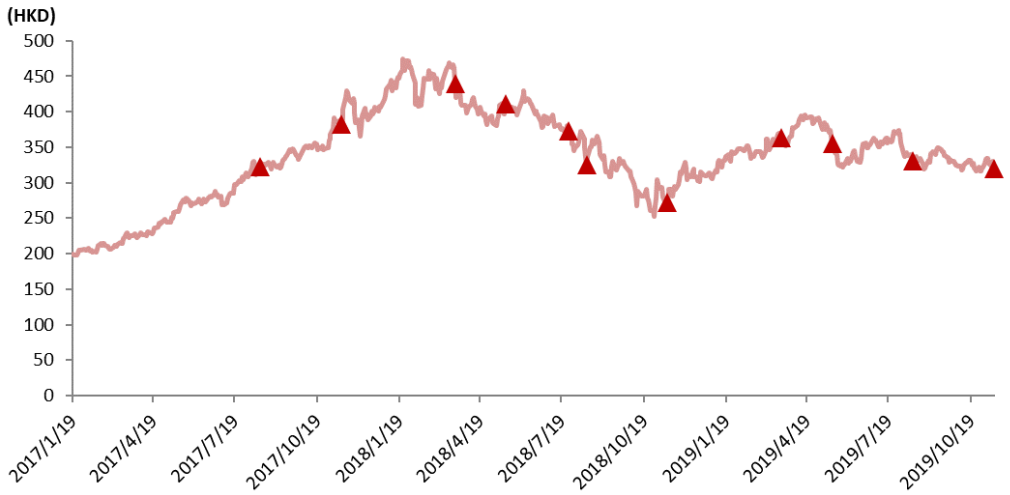
图表 10：Price Band （5 年）



来源：彭博，中泰国际研究部。^Price Band 为相应的远期市盈率与当年每股盈利的乘积

历史建议和目标价

腾讯控股（700 HK）股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2017-08-16	HK$ 323.2	增持	HK$362.1
2	2017-11-15	HK$ 383.0	增持	HK$420.3
3	2018-03-22	HK$ 439.4	增持	HK$461
4	2018-05-17	HK$ 411.0	增持	HK$471.3
5	2018-07-27	HK$ 373.0	增持	HK$433.7
6	2018-08-16	HK$ 326.0	增持	HK$401.3
7	2018-11-14	HK$ 272.2	上调至买入	HK$358.4
8	2019-03-21	HK$ 363.0	下调至增持	HK$375.4
9	2019-05-17	HK$ 355.8	增持	HK$422.8
10	2019-08-15	HK$ 330.4	增持	HK$391.5
11	2019-11-14	HK$ 319.8	上调至买入	HK$395.1

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。 我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

（1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

（2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

（3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 238 号 2 楼

电话： (852) 2359 1800

传真： (852) 2511 1799