

腾讯控股 (00700)

新游戏带动手游回暖，金融科技蓄势待发
买入（维持）

2019年08月16日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 郭天瑜

guoty@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	312,694	403,949	486,338	576,352
同比 (%)	31.5%	29.2%	20.4%	18.5%
归母净利润 (百万元)	77,469	91,365	112,611	138,216
同比 (%)	19.0%	17.9%	23.3%	22.7%
每股收益 (元/股)	8.1	9.6	11.8	14.5
P/E (倍)	36.45	31.02	25.17	20.50

投资要点:

■ **事件:** 公司 19Q2 实现营业收入 888.21 亿元 (+ 21% yoy); Non-GAAP 净利润 235.25 亿元 (+ 19% yoy)。收入结构: 游戏, 社交网络, 广告, 金融科技与企业服务占比分别为 30.7%/23.4%/18.5%/25.8%; 毛利方面: 整体 19Q2 毛利率为 44.1% (YoY -2.7 pct, QoQ -2.5 pct), 主要由于加大内容成本投入, 游戏渠道成本增加以及金融科技业务成本增加所致, 其中, 广告毛利率提升至 48.6% (YoY +11.2pct, QoQ +6.7pct), 主要由于部分内容成本确认延期, 同时社交广告占比提升; 同时, 公司费用管控加强: 19Q2 公司市场及推广开支同比下降 26% 至 47.18 亿元, 由于公司加强对于低效营销管控, 营销预算批准方式改为逐月批复。

■ **游戏:** 手游业务呈现回暖趋势, 高递延收入为后续收入增长奠定基础。网络游戏 19Q2 收入 273.07 亿元 (+ yoy 8%), PC 游戏收入 117 亿元 (-yoy 9%), 手机游戏收入 222 亿元 (+ yoy 26%)。手游增长受益于腾讯 Q2 发布多款新游戏, 《一起来捉妖》, 《和平精英》, 《完美世界》等均取得优异成绩, 据 Sensor Tower 统计, 《和平精英》5 月 IOS 端收入达 4.8 亿元, 截至 19Q2, 公司流动负债-递延收入达 508.47 亿元, 净增加 13.77 亿元, 主要受游戏道具销售收入递延影响, 随着未来该部分收入逐步确认, 叠加 Q3 暑假影响, 游戏收入有望在 19 年下半年进一步提升。

■ **广告:** 宏观环境叠加行业竞争加剧拖累广告业务, 社交广告有望保持增长趋势。19Q2 广告业务收入 164.09 亿元 (+ yoy 16.3%, + qoq 22.7%), 其中, 社交广告收入为 120 亿 (+ yoy 28%, + qoq 21%); 媒体广告收入 44 亿 (-yoy 7%)。19Q2 腾讯广告收入提升的主要驱动来自于社交广告增长, 比如微信朋友圈及 QQ 看点等产品的广告库存及曝光量提升, 在目前整体经济环境压力较大的情况下, 我们认为腾讯旗下社交产品微信及 QQ 在用户流量方面具有领先优势, 截至 2019Q2, 微信 MAU 达 11.33 亿, QQ MAU 达 8.08 亿, 未来社交广告有望保持增长趋势。

■ **金融科技及企业服务:** 19Q2 收入 228.88 亿元 (+ yoy 37%), 部分增速受备付金影响被抵销, 截至 19Q2, 理财通的总客户资产超过人民币 8,000 亿元, 说明用户越来越多地将资金留存在腾讯支付系统内的趋势, 减少了公司的提现收入及银行手续费。针对 B 端企业服务: 腾讯通过和软件服务商合作, 加强对于中小客户的渗透, 未来收入有望保持快速提升。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们对于公司 19-21 年盈利预测适当调整, 预计 19-21 年 Non-GAAP EPS 为 9.6/11.8/14.5 元, 对应 PE 为 31/25/21 倍, 考虑后续游戏收入增长, 社交广告保持提升, 科技和支付业务加速扩张, 予以 20 年 32 倍 PE, 目标价 420.6 港元, 维持“买入”评级。(首页盈利预测以 Non-GAAP 净利润为基准) (汇率: 1 元=1.114 港币)

■ **风险提示:** 微信生态发展不及预期; 新游戏推出和变现不及预期; 广告业务发展不及预期, 政策监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	330.40
一年最低/最高价	250.7/399.3
市净率(倍)	7.31
港股流通市值(百万港元)	3157028.17

基础数据

每股净资产(元)	40.59
资产负债率(%)	48.46
总股本(百万股)	9555.17
流通股本(百万股)	9555.17

相关研究

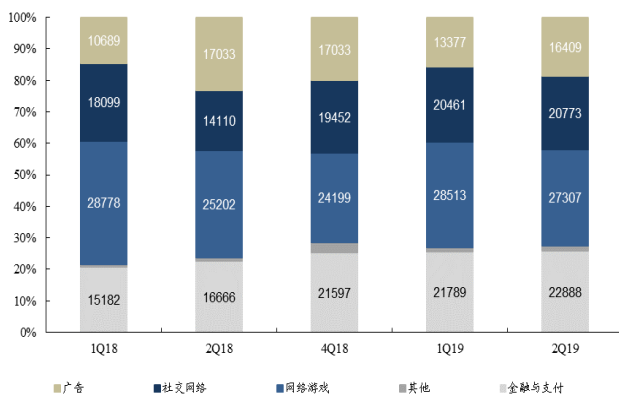
- 1、《腾讯控股 (00700): 游戏曙光再现, To B 业务快速发展》2019-05-16
- 2、《腾讯控股 (00700): 2018 财报点评: 发力云端, 多元化发展趋势已现》2019-03-22
- 3、《微信生态向 B 端辐射, 下半场看“大单品”与广告的 C 端变现》2018-06-08

1. 财务分析

腾讯控股发布 19Q2 财报，公司该季度实现营业收入 888.21 亿元 (+ 21% yoy)；Non-GAAP 净利润 235.25 亿元 (+ 19% yoy)。

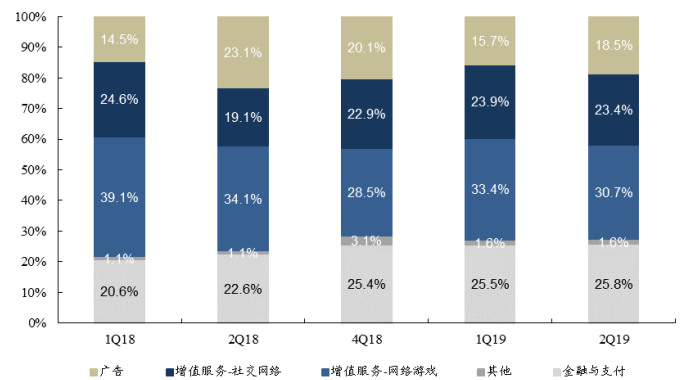
收入结构方面：19Q2 游戏，社交网络，广告，金融科技与企业服务四大业务占比分别为 30.7%，23.4%，18.5%，25.8%，其中网络游戏收入占比下滑，主要二季度部分游戏收入递延所致。

图 1：公司各项业务收入（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：各项业务占比（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利方面：19Q2 整体公司毛利率为 44.1% (YoY -2.7 pct, QoQ -2.5 pct)，主要由于该季度加大内容成本投入，游戏渠道成本增加以及金融科技业务成本增加所致。

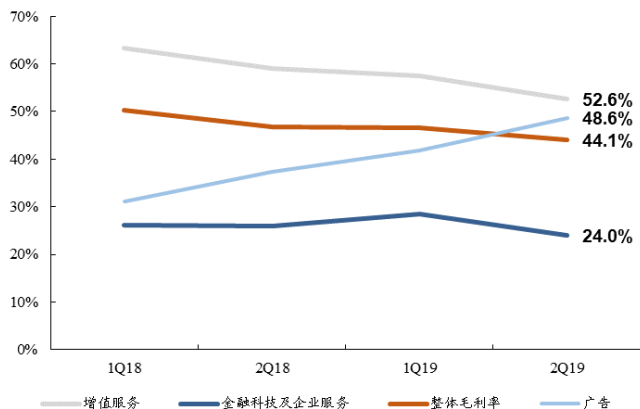
- 增值服务毛利率 52.6% (YoY -6.4pct, QoQ -5pct)，主要受游戏渠道成本和内
容投入加大所致。
- 广告服务毛利率 48.6% (YoY +11.2pct, QoQ +6.7pct)，广告业务毛利提升主要
由于部分内容成本延后确认，叠加社交广告收入占比提升，致使广告业务盈利
能力增强。
- 金融科技与企业服务毛利率为 24% (YoY -2pct; QoQ -4.5pct)，由于云计算和
支付业务规模扩张而成本增速略大于收入增速所致。

费用方面：

- 19Q2 公司市场及推广开支同比下降 26% 至 47.18 亿元，整体营销费用率为 5.3%，
整体呈现下降趋势，主因为公司加强对于低效营销管控，营销预算批准方式改
为逐月批复；
- 19Q2 行政开支同比增长 28% 至 125.77 亿元，行政费用率为 14.2%，公司加大

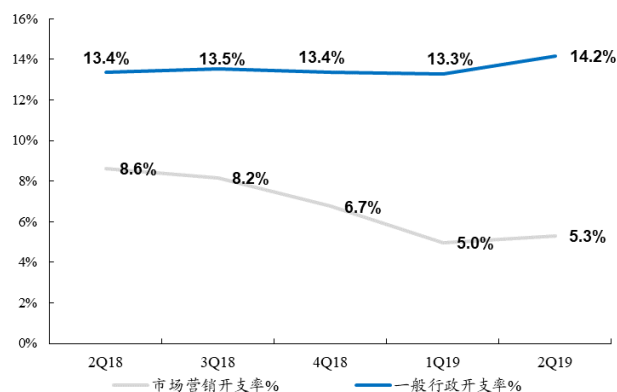
金融科技，云计算等相关研发人员成本致使该部分费用增长。

图 3：分业务毛利率%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司营销费用率及行政开支率%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 核心业务：

2.1. 游戏：多款新游戏集中上线带动手游回暖

新游戏上线带动手游业务回暖：腾讯游戏 19Q2 收入为 273.07 亿元；同比增长 8%，该季度 PC 游戏收入为 117 亿元 (yoy - 9%)，手机游戏收入 222 亿元 (yoy +26%)。受益于 19 年游戏版号开放，腾讯 19Q2 发布十款游戏，包括 AR 游戏《一起来捉妖》，《妖精的尾巴》，《拉结尔》，《王者荣耀》，《完美世界手游》等均取得优异成绩。

据七麦数据显示，19H1 中国区 IOS 榜下载量 TOP20 的游戏中，腾讯旗下有 10 款游戏上榜。其中自研战术竞技类游戏《和平精英》日活跃账户数已超过 5,000 万，据 Sensor Tower 统计，《和平精英》5 月 IOS 平台端收入高达 4.8 亿元，同时，带动海外 PUBG 同步增长，两者 2019 年 5 月合计收入高达 10 亿元。

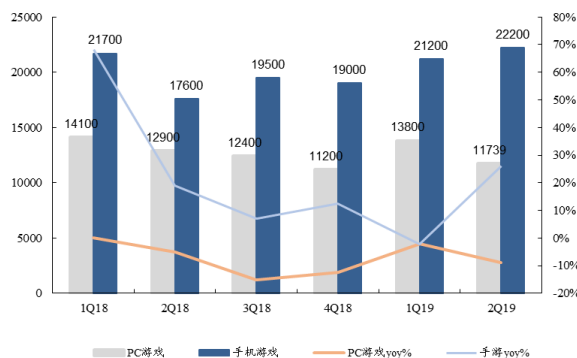
图 5：中国区手游上半年下载量排名

中国区手游上半年新增下载量 Top 20 (iOS)

排名	名称	公司	排名	名称	公司
1	和平精英	腾讯	11	我要翘课	Joypac
2	全民漂移	Joyfort	12	腾讯欢乐麻将全集	腾讯
3	消灭病毒	蓝飞互娱	13	Paint.ly数字填色	Picfun, Inc.
4	王者荣耀	腾讯	14	明日之后	网易
5	一起来捉妖	腾讯	15	QQ飞车	腾讯
6	拥挤城市!	Voodoo	16	完美世界	腾讯
7	我飞刀玩得贼6	睡神飞	17	猫和老鼠	网易
8	欢乐斗地主	腾讯	18	宫廷秘传	星河互动
9	香肠派对	心动网络	19	斗罗大陆	三七互娱
10	开心消消乐®	乐元素	20	一刀传世	三七互娱

数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

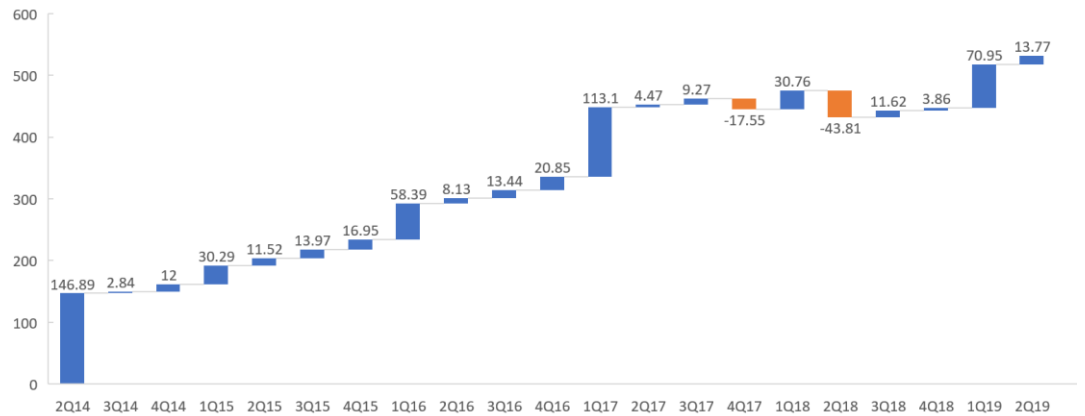
图 6：游戏业务收入（百万元）及增速 %



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

递延收入方面，截至 2019Q2，公司流动负债中递延收入达 508.47 亿元，Q1 和 Q2 净增加额分别为 70.95 亿和 13.77 亿元，主要是受游戏道具销售的流水收入递延所致。在近年游戏行业强监管的情况下，手机游戏逐步回暖说明游戏业务逐渐摆脱颓势，随着后续递延收入逐步确认，预计游戏业务收入在后续季度有望保持快速增长。

图 7：公司流动负债-递延收入净增加额（亿元）

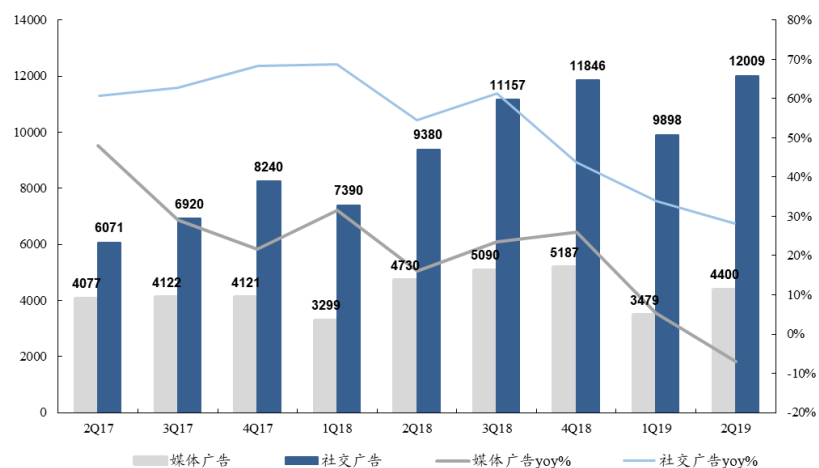


数据来源：公司财报，东吴证券研究所，2014Q2 146.89 亿为起始值，非净增加额

2.2. 广告：

19Q2 整体广告业务实现收入 164.09 亿元 (+ yoy 16.3%，+ qoq 22.7%)，其中社交广告收入为 120 亿 (+ yoy 28%，+ qoq 21%)；媒体广告收入 44 亿 (- yoy 7%)。

图 8：腾讯广告业务收入（百万元）及增速%



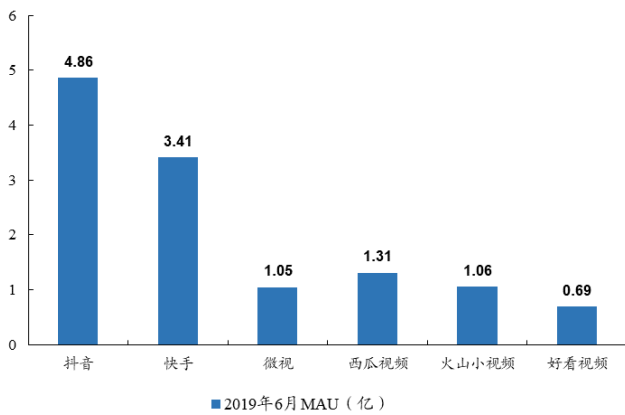
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

多方因素致使腾讯媒体广告承压：(1) 广告市场竞争加剧，短视频信息流广告对于传统信息流广告造成一定冲击，相对而言腾讯在该领域布局较晚；(2) 宏观经济下滑，企业广告投放开支缩减致使广告业务承压；(3) 腾讯视频部分内容如《九州缥缈录》等

重磅电视剧上线延迟拖累媒体广告。

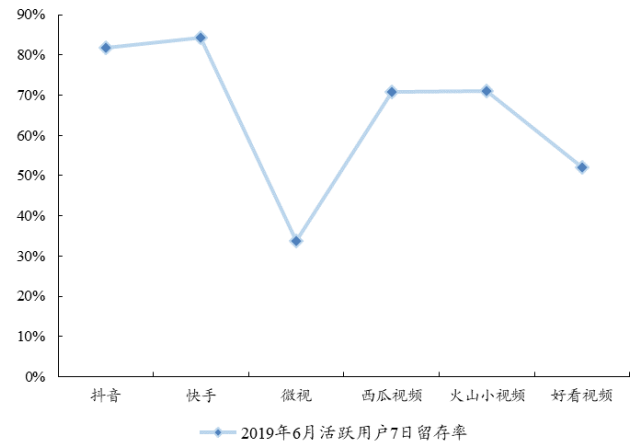
19Q2 腾讯广告收入提升的主要驱动力来自于社交广告增长，比如微信朋友圈及 QQ 看点等产品的广告库存及曝光量提升，在目前整体经济环境压力较大的情况下，我们认为腾讯旗下社交产品微信及 QQ 在用户流量方面具有领先优势，截至 2019Q2，微信 MAU 达 11.33 亿，QQ MAU 达 8.08 亿，腾讯未来社交广告有望保持增长趋势；整体社交广告占比提升也将加强广告业务盈利能力。

图 9：2019.06 短视频 APP MAU(亿)



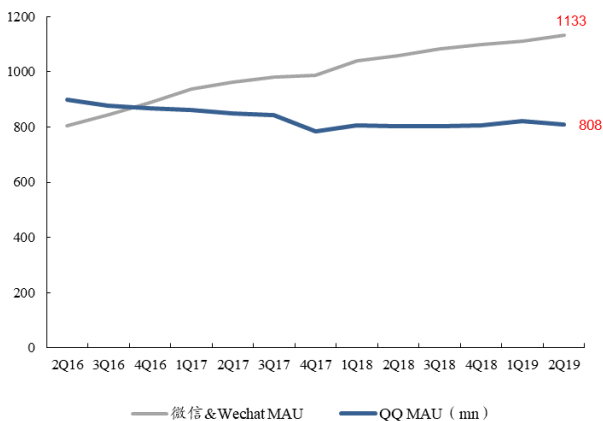
数据来源：Fastdata，东吴证券研究所

图 10：各 APP7 日留存率%



数据来源：Fastdata，东吴证券研究所

图 11：微信及 QQMAU(单位：百万)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 12：腾讯系 APP 用户分类总使用时长均取得提升



数据来源：极光大数据，东吴证券研究所

2.3. 金融科技与企业服务：

19Q2 金融科技与企业服务实现收入 228.88 亿元(+ yoy 37%)，占总收入比例由 18Q2 的 22.6% 提升至 25.8%；财报显示部分增速因 2019 年 1 月起，腾讯备付金全部上缴至央行，不再产生利息收入而有部分被抵销，若扣除利息收入影响，金融科技及企业服务收入同比增长 57%。

金融科技与企业服务 19Q2 毛利率 24.02%，较去年同期 26.04% 的水平略有下滑，我们认为主要因该业务尚处于扩张期，因追求规模扩张导致成本增速略大于收入增速，未来随着市占率逐步提升，该业务盈利能力有望加强。

腾讯在支付业务上已经取得了相对优势，截至 19Q1 据易观统计，腾讯在第三方支付移动支付市占率达 39.44%；同时，截至 19Q2，理财通的总客户资产超过人民币 8,000 亿元，说明用户越来越多地将资金留存在腾讯支付系统内的趋势，减少了公司的提现收入及银行手续费。

针对 B 端企业服务：云计算收入依旧保持快速增长，至 2019 年 5 月底，腾讯在全球各地已部署超过 100 万台服务器，带宽峰值达到 100T，已覆盖全球五大洲 25 个地区，运营 53 个可用区。

3. 盈利预测：

我们对于公司 19-21 年盈利预测适当调整，未来随着游戏收入提升，高毛利社交广告业务占比提升，整体利润增速将略快于收入增速，我们预计 19-21 年公司收入为 4039 亿/4863 亿/5764 亿，增速为 29%/20%/19%；Non-GAAP 归母净利润 914 亿/1126 亿/1382 亿，增速为 18%/23%/23%，对应 Non-GAAP EPS 为 9.6/11.8/14.5 元，对应 PE 为 31/25/21 倍，考虑公司作为行业龙头，予以 20 年 32 倍 PE，目标价 420.6 港元，维持“买入”评级。

4. 风险提示：

微信生态发展低于预期：微信生态体系内的社交流量的变现能力存在被高估的可能，如果中小商家未能有效地通过社交网络进行流量获取，微信生态的发展可能低于预期，同时从小程序到原生 APP 的引流可能导致服务未能有效在微信停留。

游戏变现能力和推出时间不及预期：公司网游业务的增速较为依赖头部产品的表现，如《绝地求生：刺激战场》在国内的版号获取情况。当手游行业进入“大单品时代”，对头部产品的依赖度有可能上升，变现节奏的不稳定可能导致业绩出现较大的波动。

广告业务的变现进展低于预期：微信拥有超过 11 亿的月活跃用户，社交广告的变现很大程度上依赖于微信体系。广告的变现需要在保障用户体验的基础上，存在整体进展低于预期的风险。

政策监管风险：国内网络监管逐步规范，内容的导向与信息的传播要求将更加严格，存在内容监管风险。同时公司金融业务涉及面较广，基金、证券、保险、支付等业务同样存在监管风险。

腾讯控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
非流动资产	506,441	522,560	601,519	542,597	收入	312,694	403,949	486,338	576,352
物业、设备及器材	35,091	36,981	44,613	49,173	收入成本	170,574	218,113	274,941	329,808
在建工程	4,879	3,618	4,261	3,163	毛利	142,120	185,836	211,397	246,544
无形资产	56,650	48,236	50,127	49,093	利息收入	4,569	6,867	8,268	9,798
定期存款	137,639	4,623	5,013	5,365	其他收益净额	16,714	34,336	41,339	48,990
其他	272,182	429,102	497,507	435,803	销售及市场推广开支	-24,233	-32,316	-38,907	-46,108
流动资产	217,080	256,752	334,677	422,910	一般及行政开支	-41,522	-52,109	-61,765	-72,044
存货	324	402	401	402	经营盈利	97,648	142,613	160,331	187,180
应收账款	46,920	28,138	33,585	34,177	财务成本净额	-4,669	-4,039	-4,863	-5,764
现金及现金等价物	97,814	133,187	205,294	303,104	分占联营公司及合营公司盈利/亏损	1,487	-1,212	-1,459	-1,729
其他	72,022	95,025	95,398	85,227	除税前盈利	94,466	137,362	154,009	179,687
资产总计	723,521	779,312	936,197	965,507	所得税开支	-14,482	-26,257	-31,612	-37,463
非流动负债	164,879	128,630	128,354	129,087	少数股东损益	1,265	-961	-961	-961
长期借款	87,437	56,276	55,139	54,410	归属母公司净利润	78,719	110,144	121,436	141,263
应付票据	51,298	54,668	54,668	54,668	non-GAAP 归母净利润	77,469	91,365	112,611	138,216
长期应付款项	4,797	4,422	5,013	5,375	EBIT	76,365	101,410	110,725	128,392
其他	21,347	13,265	13,534	14,634	EBITDA	118,273	133,976	146,901	160,958
流动负债	202,435	230,783	275,381	273,447					
应付账款	73,735	92,453	120,304	114,337	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
借款	26,834	12,059	10,025	11,053	每股收益(元)	8.3	11.5	12.7	14.8
应付票据	13,720	13,720	13,720	13,720	non-GAAP 每股收益(元)	8.1	9.6	11.8	14.5
其他	88,146	112,551	131,332	134,337	每股净资产(元)	34.0	76.9	93.2	96.1
负债合计	367,314	359,413	403,735	402,534	发行在外股份(百万股)	9520.4	9555.2	9555.2	9555.2
归属母公司股东权益	323,510	735,095	890,566	918,396	ROE(%)	23.9%	12.4%	12.6%	15.0%
非控制性权益	32697	44217	45631	47111					
负债和股东权益合计	723521	779312	936197	965507	毛利率(%)	45.5%	46.0%	43.5%	42.8%
					销售净利率(%)	25.6%	27.5%	25.2%	24.7%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率(%)	50.8%	46.1%	43.1%	41.7%
经营活动现金流	106,443	172,043	216,046	241,536	收入增长率(%)	31.5%	29.2%	20.4%	18.5%
投资活动现金流	-151,913	-150,738	-152,962	-154,962	净利润增长率(%)	19.0%	17.9%	23.3%	22.7%
筹资活动现金流	35,380	14,069	9,023	11,236	P/E (non-GAAP)	36.45	31.02	25.17	20.50
现金净增加额	-7,883	35,373	72,106	97,810	P/E	35.87	25.73	23.34	20.06
汇率变动影响	2,207	0	0	0	P/B	8.73	3.86	3.18	3.09
年初现金及现金等价物	105,697	97,814	133,187	205,294					
年末现金及现金等价物	97,814	133,187	205,294	303,104					

数据来源: 公司财报, Wind, 东吴证券研究所 (汇率: 1元=1.114港元)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

