

2019年02月14日

腾讯控股 (00700.HK)

## 腾讯4Q18业绩前瞻

■**四季度业绩前瞻**: 我们预计四季度公司收入同比增加25%至830亿元, 大致符合彭博预期, 主要由广告和其他业务增长驱动。调整后净利润同比增加5%至184亿元, 调整后净利率为22%。

■**游戏Q4淡季收入环比下滑, 预期春节将季节性反弹**: 我们预计四季度VAS收入同比增加7%至427亿元。游戏收入环比下滑, 手游收入环比下滑5%、同比增加10%至185亿元。我们看到过去一年手游由于高基数原因以及行业监管已经呈现明显的季节趋势, 我们看到Q4新游中《红警》《火影忍者OL》《侍魂-胧月传说》表现较突出, 上线首月约能维持iOS流水前十的排名, 但整体头部新游贡献不及前一季度。我们预计端游收入环比下滑9%、同比下滑12%, 用户向移动端迁移的趋势持续。我们认为健康系统对于四季度游戏玩家数影响有限, 截至1月底已有31款(1月新增16款)移动游戏启用健康系统(详见表2), 玩家账号实名制, 未成年玩家每天游戏时长受限。我们预计受一季度假日活动驱动, 游戏收入将有环比反弹。

■**社交广告驱动广告收入维持较快增速**: 我们预期Q4广告收入同比增加44%至178亿元, 主要由社交广告驱动。朋友圈9月将LBS门店广告功能向全品类开放, 12月上线多门店投放广告功能, 帮助零售商家智慧营销。根据微信广告历史数据, 受电商旺季驱动, 朋友圈广告eCPM在11-12月较10月环比走高(2017年数据为环比增20%+), 而公众号流量相对较平稳。我们认为今年广告增长的动力主要来自微信平台广告资源的变现, 一方面朋友圈广告位提升加载率能直接有效地拉动收入, 另外小程序的广告能够带来更多外延收入。

■**其他收入维持快速增长, 为利息收入减少所部分抵消**: 我们预期Q4其他收入同比增加60%至226亿元。其中, 云计算收入维持约同比翻倍的增速, 收入接近30亿元; 支付相关收入由于央行提升第三方在线支付提供商备付金集中交存比例(1月14日达到100%), 相应利息收入呈现递减趋势。

■**盈利预测及投资建议**: 维持买入-A评级。我们长期看好公司游戏的研发和运营能力、微信平台朋友圈和小程序的变现空间以及to B业务带来的收入和利润空间。我们预计2018/19年的非通用会计准则净利润分别为761亿元和970亿元, 对应净利润同比增速分别是16.9%和27.4%, 非通用会计准则每股收益分别为7.96元/10.13元(9.36港币/11.72港币)。目标价400港币(不变), 基于1.2xPEG、28%的2018-21年EPS CAGR以及2019年非通用会计准则EPS11.72港币。目标价对应2019年的估值为34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。

## 公司动态分析

证券研究报告

海外科技

投资评级 **买入-A**

**维持评级**

12个月目标价: **400.00 港币**  
 股价(2019-02-14) **341.80 港币**

### 交易数据

总市值(百万美元)	414,684
流通市值(百万美元)	248,593
总股本(百万股)	9,520
流通股本(百万股)	5,707
12个月价格区间(港币)	251.38-475.56

资料来源: 彭博

**黄守宏**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024  
 huangsh@essence.com.cn  
 021-35082092

### 相关报告

腾讯控股: 潜龙且勿用, 柳暗待花明/胡又文	2018-11-15
腾讯控股: 三季报前瞻及估值敏感性分析/胡又文	2018-10-14
腾讯控股: 静候新游过审及广告变现释放/胡又文	2018-08-16
腾讯控股: 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: 2018年有的放矢; 长期货币化潜力可期/胡又文	2018-03-22

摘要(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	151,938	237,760	310,774	391,864	492,568
非通用会计准则净利润	45,420	65,126	76,106	96,995	125,668
非通用会计准则每股收益(元)	4.78	6.83	7.96	10.13	13.12
每股净资产(元)	18.62	27.21	34.45	44.05	56.93
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非通用会计准则市盈率(倍)	60.7	42.5	36.5	28.7	22.2
市净率(倍)	15.60	10.68	8.43	6.60	5.10
非通用会计准则净利润率	29.9%	27.4%	24.5%	24.8%	25.5%
净资产收益率	22.1%	25.8%	23.3%	22.3%	22.9%
股息收益率	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%
ROIC	13.4%	13.1%	13.0%	13.8%	15.5%

数据来源：公司年报，安信证券研究中心预测

## 1.4Q18 业绩前瞻

我们预计四季度公司收入同比增加 25%至 831 亿元，大致符合彭博预期，主要由广告和其他业务增长驱动。调整后净利润同比增加 5%至 183 亿元，调整后净利率为 22%。环比来看，总收入略增 3%，主要由于四季度是游戏淡季，端游、手游均呈季节性下滑。

表 1: 腾讯四季报前瞻概览

(百万元)	4Q17	3Q18	4Q18	QoQ	YoY	彭博 一致预期	+/- 彭博一致预期
收入	66,392	80,595	83,096	3.1%	25.2%	84,410	-1.6%
增值服务	39,947	44,049	42,780	-2.9%	7.1%		
- 手游	16,866	19,495	18,669	-4.2%	10.7%		
- 端游	12,814	12,420	11,332	-8.8%	-11.6%		
- 其他增值服务	10,267	12,134	12,778	5.3%	24.5%		
网络广告	12,361	16,247	17,766	9.4%	43.7%		
其他	14,084	20,299	22,550	11.1%	60.1%		
成本	(34,897)	(45,115)	(47,485)	5.3%	36.1%		
毛利	31,495	35,480	35,611	0.4%	13.1%		
毛利率	47.4%	44.0%	42.9%				
经营利润	25,724	27,861	21,548	-22.7%	-16.2%		
非通用会计准则经营利润	21,853	22,563	23,256	3.1%	6.4%		
非通用会计准则经营利润率	32.9%	28.0%	28.0%				
净利润	20,797	23,333	16,626				
非通用会计准则净利润	17,454	19,710	18,334	-7.0%	5.0%	18,926	-3.1%
非通用会计准则净利润率	26.3%	24.5%	22.1%			22.4%	

资料来源: 公司财报、安信证券研究中心

根据腾讯游戏官方微博，截至 1 月底，已有 31 款(1 月新增 16 款)游戏启用健康系统，游戏计划于 2019 年内覆盖腾讯旗下全线游戏产品。启用健康系统的游戏产品，都将采取严格的防沉迷措施。游戏中所有用户账号都需接受强制公安实名校验，以确保相关身份信息的真实有效；确认为未成年人的账号将纳入健康系统进行防沉迷，“12 周岁及以下未成年人每天限玩 1 小时，同时每日 21:00-次日 8:00 之间禁玩，12 周岁以上未成年人每天限玩 2 小时。校验未通过的账号将禁止登录。”

表 2: 腾讯已启用健康系统游戏列表

截至 2018 年:	
自研游戏	代理游戏
王者荣耀	电击文库: 零境交错
刺激战场	QQ 炫舞手游
火影忍者手游	万王之王 3D
穿越火线: 枪战王者	我叫 MT4
QQ 飞车手游	奇迹暖暖
全民飞机大战	雷霆战机
全民农场	天龙八部手游
	妖神记
1 月新增:	

自研游戏	代理游戏
最强 NBA	街头篮球手游
天天爱消除	择天记
天天酷跑	捕鱼来了
火影忍者 OL 手游	拳皇命运手游
自由幻想手游	云裳羽衣
魂斗罗:英雄归来	奇迹 MU: 觉醒
圣斗士星矢 (腾讯)	
麻将来了	
腾讯桌球	
英雄杀手游	
魂斗罗:英雄归来	

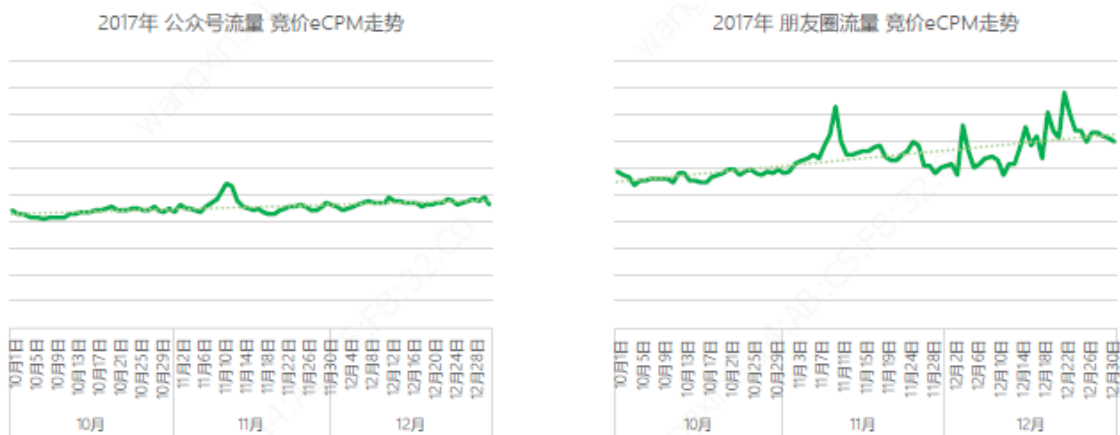
资料来源：腾讯游戏微博账号、安信证券研究中心

图 1：微信广告位资源 (4Q18)



资料来源：微信广告投放助手、安信证券研究中心

图 2：11-12 月朋友圈 eCPM 走高



资料来源：微信广告投放助手、安信证券研究中心

注：2017 年数据显示，11-12 月 vs 10 月，公众号 eCPM 涨幅约 10%，朋友圈 eCPM 涨幅为 20+%。

## 2. 盈利预测及估值

我们预计 2018/19 年的非通用会计准则净利润分别为 761 亿元和 970 亿元，对应净利润同比增速分别是 16.9%和 27.4%，非通用会计准则每股收益分别为 7.96 元/10.13 元（9.36 港币/11.72 港币）。

表 3：收入及盈利预测

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	151,938	237,760	310,774	392,864	492,568
同比	47.7%	56.5%	30.8%	26.1%	25.7%
- 增值服务	107,810	153,983	175,655	197,303	217,098
- 网络广告	26,970	40,439	103,738	111,858	117,601
- 其他	17,158	43,338	71,916	85,445	99,498
毛利	84,499	116,925	142,519	174,891	215,922
毛利率	55.6%	49.2%	45.9%	44.6%	43.8%
经营利润	56,117	90,302	101,948	122,339	158,370
经营利润率	36.9%	38.0%	32.8%	31.2%	32.2%
非通用会计准则经营利润	58,154	82,023	93,389	121,371	155,502
非通用会计准则经营利润率	38.3%	34.5%	30.1%	31.0%	31.6%
非通用会计准则公司权益持有人应占盈利	45,420	65,126	76,106	96,995	125,668
非通用会计准则净利率	30%	27%	24%	25%	25%

资料来源：公司年报、安信证券研究中心

表 4：增值服务收入拆分

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增值服务	107,810	153,983	175,655	197,303	217,098
- 网络游戏	70,844	97,883	103,738	111,858	117,601
- 社交网络	36,966	56,100	71,916	85,445	99,498
增值服务	107,810	153,983	175,655	197,303	217,098
- 手游	38,043	62,672	77,255	92,637	106,532
- 端游	46,543	55,344	50,804	48,865	46,422
- 非游戏增值服务	23,225	35,966	47,596	55,801	64,144

资料来源：公司年报、安信证券研究中心

维持买入-A 评级。目标价 400 港币（不变），基于 1.2xPEG、28%的 2018-21 年 EPS CAGR 以及 2019 年非通用会计准则 EPS11.72 港币。目标价对应 2019 年的估值为 34 倍非通用会计准则市盈率。

图 3：腾讯动态市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

### 3. 财务报表

**表 5: 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>310,774</b>	<b>391,864</b>	<b>492,568</b>
收入成本	(67,439)	(120,835)	(168,255)	(216,973)	(276,646)
<b>毛利</b>	<b>84,499</b>	<b>116,925</b>	<b>142,519</b>	<b>174,891</b>	<b>215,922</b>
毛利率	55.6%	49.2%	45.9%	44.6%	43.8%
销售及市场推广开支	(12,136)	(17,652)	(25,876)	(30,692)	(32,692)
一般及行政开支	(22,459)	(33,051)	(40,767)	(49,860)	(54,860)
利息及其他收益	6,213	24,080	26,072	28,000	30,000
<b>经营利润</b>	<b>56,117</b>	<b>90,302</b>	<b>101,948</b>	<b>122,339</b>	<b>158,370</b>
经营利润率	36.9%	38.0%	32.8%	31.2%	32.2%
<b>非通用会计准则经营利润</b>	<b>58,154</b>	<b>82,023</b>	<b>93,389</b>	<b>121,371</b>	<b>155,502</b>
非通用会计准则经营利润率	38.3%	34.5%	30.1%	31.0%	31.6%
财务成本净额	(1,955)	(2,908)	(4,897)	(6,400)	(6,400)
联营公司及合营公司利润/(亏损)	(2,522)	821	1,735	1,700	1,800
<b>税前利润</b>	<b>51,640</b>	<b>88,215</b>	<b>98,786</b>	<b>117,639</b>	<b>153,770</b>
所得税开支	(10,193)	(15,744)	(16,019)	(19,076)	(24,935)
期内净利润	41,095	71,510	81,149	97,963	128,536
非控制性权益应占盈利	(352)	(961)	(1,618)	(600)	(300)
<b>公司权益持有人应占盈利</b>	<b>41,095</b>	<b>71,510</b>	<b>81,149</b>	<b>97,963</b>	<b>128,536</b>
净利率	27%	30%	26%	25%	26%
<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>76,106</b>	<b>96,995</b>	<b>125,668</b>
非通用会计准则净利率	30%	27%	24%	25%	26%
每股盈利 (元) - 基本	4.38	7.60	8.60	10.37	13.59
每股盈利 (元) - 摊薄	4.33	7.50	8.48	10.23	13.42
非通用会计准则每股盈利 (元)-摊薄	4.78	6.83	7.96	10.13	13.12

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

**表 6: 现金流量表**

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	41,447	72,471	81,149	97,963	128,536
+ 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	11,229	16,032	17,132
+ 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	-671	4,558	17,608
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>65,518</b>	<b>106,140</b>	<b>101,668</b>	<b>130,014</b>	<b>176,236</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-70,923</b>	<b>-96,392</b>	<b>-47,933</b>	<b>-54,420</b>	<b>-62,478</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	47,137	68,336	105,775
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	152,834	221,170
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>71,902</b>	<b>105,697</b>	<b>152,834</b>	<b>221,170</b>	<b>326,945</b>

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

表 7: 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>401,387</b>	<b>432,404</b>	<b>471,020</b>
物业、设备及器材、在建工程等	19,428	27,560	41,042	59,511	84,537
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>244,545</b>	<b>335,726</b>	<b>461,986</b>
现金及现金等价物	71,902	105,697	152,834	221,170	326,945
存货	263	295	295	295	295
应收账款	10,152	16,549	25,543	34,355	43,184
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	25,543	37,576	47,233
<b>资产总额</b>	<b>395,899</b>	<b>554,672</b>	<b>645,933</b>	<b>768,130</b>	<b>933,006</b>
<b>流动负债</b>	<b>101,197</b>	<b>151,740</b>	<b>174,052</b>	<b>206,007</b>	<b>249,425</b>
应付账款	27,413	50,085	64,356	81,514	99,780
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	32,178	32,606	39,912
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>298,209</b>	<b>328,820</b>	<b>371,162</b>
<b>权益</b>	<b>186,247</b>	<b>277,093</b>	<b>347,723</b>	<b>439,310</b>	<b>561,845</b>
公司权益持有人应占权益	174,624	256,074	325,086	416,073	538,308
少数股东权益	11,623	21,019	22,637	23,237	23,537
<b>权益及负债</b>	<b>395,899</b>	<b>554,672</b>	<b>645,933</b>	<b>768,130</b>	<b>933,006</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

黄守宏声明, 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
	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
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	北京联系人	温鹏	010-83321350
姜东亚		010-83321351	jiangdy@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
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	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