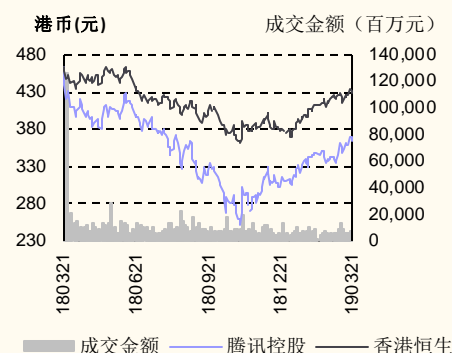


## 市场数据(港币)

收盘价(元)	363.000
流通港股(百万股)	9,520.38
总市值(百万元)	3,455,897.17
年内股价最高最低(元)	462.60/252.20
香港恒生指数	29071.56



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	15.16	8.55	-21.53
相对香港恒生	2.28	4.55	-14.07

## 相关报告

- 1.《长期战略地位稳固,但是市场预期和估值偏高-腾讯控股...》, 2019.3.6
- 2.《三季度业绩强于预期,游戏业务能见度仍不足-腾讯2018...》, 2018.11.14
- 3.《2018年三季度及下半年前瞻:游戏业务仍在减速,广告...》, 2018.11.12
- 4.《长期战略地位稳固,短期业绩能见度欠佳,投资者应如何...》, 2018.9.20

裴培

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

## 手游业务立功,广告、支付业务难言乐观; 宏观经济仍是最大制约因素

## 公司基本情况

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	312,694	380,681	463,339	543,219
同比增长	31.5%	21.7%	21.7%	17.2%
归属母公司净利润(百万)	78,719	85,945	105,040	124,901
扣非净利润(百万)	77,469	86,744	105,997	127,311
同比增长	19.0%	12.0%	22.2%	20.1%
扣非 EPS (按期末股份)	8.14	9.11	11.13	13.37
扣非 P/E	38.04	33.97	27.80	23.15

来源:公司年报、国金证券研究所注:货币单位是人民币

## 事件

- 腾讯公布 2018 年四季报:营业收入 848.96 亿元,同比上升 28%,高于一致预期 2%;扣非净利润 197.30 亿,同比上升 13%,高于一致预期 5%。
- 2018 年四季度,手游收入同比上升 12%,高于我们的预期;端游收入同比下降 13%,基本符合我们的预期;广告收入同比上升 38%,其他收入(包括金融、云、影视制作)同比上升 72%,均略低于我们的预期。
- 四季度销售费用同比下降 5%,是扣非净利润超预期的最大动力;管理费用(包括研发)上升幅度与收入相仿。这体现了腾讯强大的费用控制能力。

## 评论

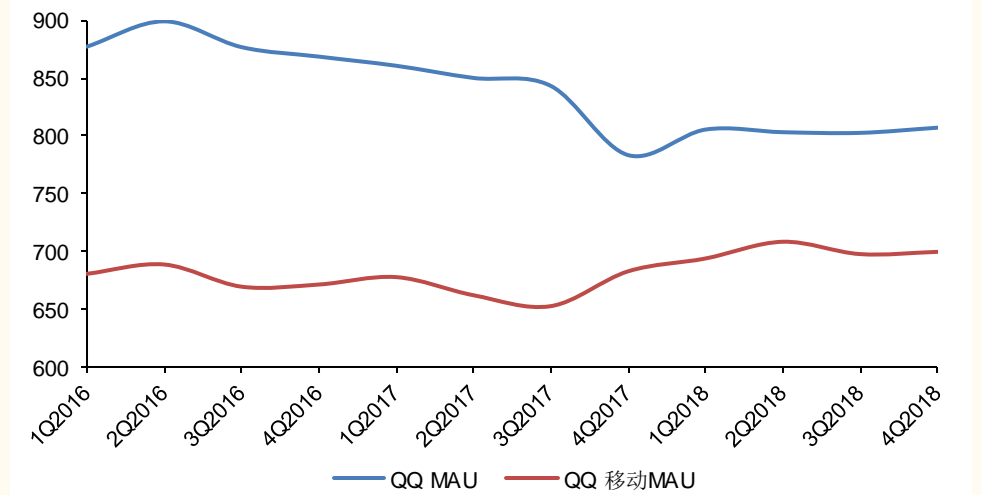
- 2018 年四季度,腾讯的手游新产品不算强大,但是手游收入仍然同比上升 12%(我们预计略有下降)。我们认为,这归功于老游戏的加强变现。2019 年一季度,虽然《王者荣耀》宝刀未老,但是新产品的推出频率和强度都远低于去年同期,所以手游收入很可能出现同比下滑。
- 2018 年,在 DNF 十周年庆、LOL 世界大赛中国夺冠的情况下,端游收入仍然同比下滑;我们估计 2019 年上半年端游收入仍将下滑,但是下滑幅度缩小为个位数,因为留存的玩家用户黏性较高、平均消费能力较强。
- 我们认为 2019 年腾讯广告收入仅能增长 26%(一致预期为 35%左右),主要因为:宏观经济继续减速,广告主需求不足;微信广告位的增加速度不会太快;视频、新闻等媒体广告的增速持续放缓。
- 微信支付、理财通的规模维持快速增长,但是 2019 年 1 月,所有托管现金均已上缴央行,从而必将导致“其他业务”的毛利率大幅下降。我们预计腾讯云将继续实现 80%以上的收入增速,但是难以盈利。
- 我们预计腾讯 2019/2020/2021 年 Non-GAAP EPS 分别为 9.11、11.13、13.37 元;基于 DCF 模型得出目标价 365 港元,维持“中性”评级。
- 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。

## 2018年四季报的亮点：QQ、手游、支付业务

### QQ的用户流失结束了

- 2018年，微信（包括海外 WeChat）用户维持着两位数的同比增速。但是，很少有人注意到：从任何角度看，QQ的用户流失都已经结束了。2017年四季度，QQ移动 MAU 恢复了同比增长；2018年4季度，QQ整体 MAU 恢复了同比增长。我们在此前的报告里指出：95后用户非常重视QQ，QQ不但为腾讯贡献了巨大的手游流量，而且留住了下一代用户。

图表 1：QQ 全部及移动 MAU 均出现了同比和环比上升



来源：公司公告，国金证券研究所

### 手游业务收入强于我们的预期

- 2018年四季度，腾讯发行了9款新手游，其中亮点不多，大部分是“一波流”，仅有《火影忍者 OL》等少数作品的生命周期较长。在这种情况下，手游业务收入仍然实现了12%的同比增速。我们认为，这主要应归功于《王者荣耀》等老游戏的持续强劲变现。

图表 2：2019 年腾讯主力手游产品线

名称	类型	来源	测试状态
拉结尔	ARPG	自研	2019年4月10日公测
剑网3：指尖江湖	MMORPG	代理/端游 IP	2019年二季度公测
权力的游戏：凛冬将至	SLG	代理	2019年二季度公测
龙族幻想	MMORPG	代理	2018年12月内测
使命召唤	FPS	联合自研	2018年12月内测
乐高无限	沙盒	代理	2018年12月内测
妖精的尾巴：魔导少年	MMORPG	自研	2019年2月内测
天涯明月刀	MMORPG	自研	2019年3月内测
地下城与勇士	ACT	联合自研	不明
我的起源	沙盒	代理	不明
天堂2	MMORPG	代理/端游 IP	不明
石器时代	MMORPG	代理/端游 IP	不明
狐妖小红娘	MMORPG	自研	不明

来源：公司官网，国金证券研究所整理

- 2019年2月，在大量新皮肤推出、战令系统上线的情况下，我们估计《王者荣耀》的流水再创历史新高。但是，2019年一季度，我们认为腾讯手游业务收入仍然很可能出现同比下滑。因为，2018年一季度，腾讯推出了

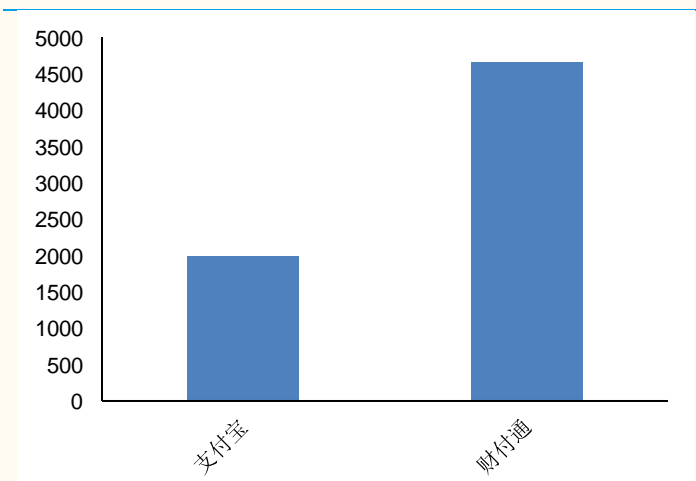
《QQ 飞车》《奇迹：觉醒》两款重磅新手游；2019 年一季度，腾讯仅仅推出了《完美世界》一个爆款新手游，而老游戏的收入普遍随着生命周期有所衰减（仅《王者荣耀》除外）。

- 无论如何，手游仍然是 2019 年腾讯最大的业务亮点。从 4 月开始，腾讯几乎每月都有重量级手游新品推出。国内最流行的端游 IP《地下城与勇士》(DNF)也将于年内推出手游版。在宏观经济继续下行、监管政策偏紧的情况下，手游业务仍然是腾讯的“定盘星”。虽然我们预计手游行业整体增速很难超过 15%，但是腾讯的市场份额可以不断扩大。

### 支付是构建微信生态系统的基础

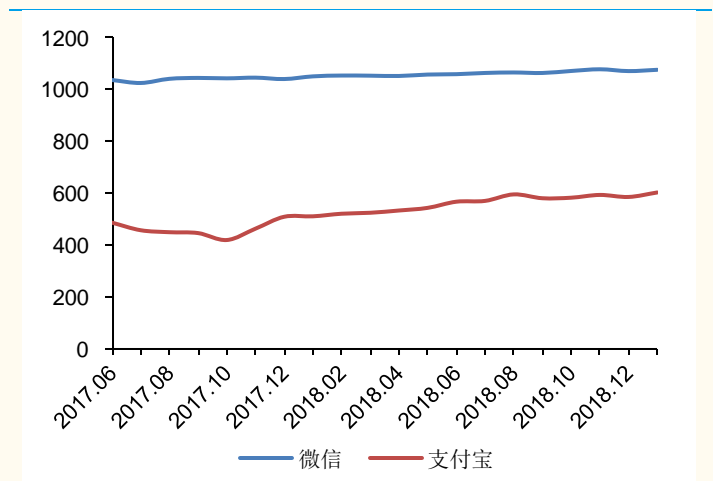
- 根据公司公布的 2018 年客户投诉情况，可以推断出当年支付宝总交易笔数为 1975 亿笔，财付通为 4665 亿笔。理财通的用户超过 1 亿、资产管理规模超过 6000 亿元。商业支付占据了腾讯支付交易量的一半以上，接入腾讯支付体系的月活商户在 2018 年上升了 80%。在中国之外，微信支付已经在 49 个国家和地区推出，其中在香港增长尤其迅猛。

图表 3：2018 年支付宝与财付通交易笔数（亿）



来源：支付宝公告，财付通公告，国金证券研究所

图表 4：微信与支付宝 MAU 对比（百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 对于腾讯来说，支付是构建微信生态系统的基础：如果没有微信支付，就没有拼多多的崛起，没有小程序电商的成长土壤，也没有向社区生活服务导流的入口。支付的强劲增长，让腾讯握住了通向新零售时代的门票，也使得新兴电商和 O2O 平台更愿意与腾讯进行战略合作。

## 2018 年四季报的问题：宏观经济、监管、“吃鸡”变现

### 广告业务将受到宏观经济的较大影响

- 2018 年四季度，腾讯广告业务收入同比增长 38%，增速比上个季度有较大放缓。市场一直对腾讯的广告业务寄予厚望：它还有许多广告位没有开发出来，历史上的广告销售效率不高，内部数据也没有打通。在 2018 年 10 月成立 AMS（广告业务线）之后，以上问题有望得到解决。然而，广告业务的发展是由供给和需求共同决定的。在经济持续减速、广告主预算吃紧的情况下，仅仅提高广告位的供给，真的有用吗？
- 国金证券研究创新中心的独家监测数据显示，2018 年 8 月以来，移动广告流量价格（CPM 和 CPC）就进入了下滑轨道，到年底已经基本跌回 2016 年的水平。我们认为，流量价格下跌是需求不足导致的：在主要广告主当中，汽车、地产受到宏观经济影响最严重；互联网金融受到了监管收紧的影响；游戏受到了版号瓶颈的影响；新兴“独角兽”公司受到了融资环境紧张的影响。进入 2019 年，除了游戏行业由于版号恢复发放，需求可能有边际恢复之外，其他广告主的需求仍然增长乏力。

图表 5：腾讯还有哪些广告位可以开启？

广告载体	广告形式	开启进度
微信公众号	第二条中插广告	正在局部测试
微信朋友图	第三条信息流广告	正在讨论
微信订阅号信息流	信息流广告	暂无计划
看一看	信息流广告	暂无计划
搜一搜	付费关键词搜索	暂无计划
微信小程序	更丰富的广告形式	正在测试

来源：国金证券研究所整理

### 监管政策影响了支付和游戏业务

- 我们认为，从 2017 年以来，国家对互联网行业的监管就在逐渐强化的过程中，重视互联网行业的社会影响，这也是“供给侧改革”的一部分。对于腾讯而言，监管首先影响了金融支付业务的盈利前景。2019 年 1 月，腾讯支付体系内的托管资金已经全部上缴央行，这将对支付业务的毛利率构成较大的负面影响。腾讯也不太可能开展消费信贷、小微企业贷等表内金融业务，而是只会将它们交给微众银行进行。
- 在游戏方面，为了响应国家保护未成年人的号召，腾讯已经有 39 款手游产品主动接入了升级后的“健康游戏系统”。这一系统大幅度限制了未成年人的游戏时间、抑制了他们的消费意愿。我们估计，未成年人对腾讯游戏业务的收入贡献不大；但是，未成年人游戏时间的缩短，仍然会影响腾讯游戏产品的整体活跃度和收入增长潜力。
- 2019 年，国家对于视频、直播、游戏、动漫等行业的监管仍在加强，腾讯的以上业务可能受到监管政策调整的影响。作为国内乃至全球最大的数字内容平台之一，腾讯需要尽可能地响应国家政策、主动消除监管风险，这就必然影响数字内容业务在短期的变现能力。

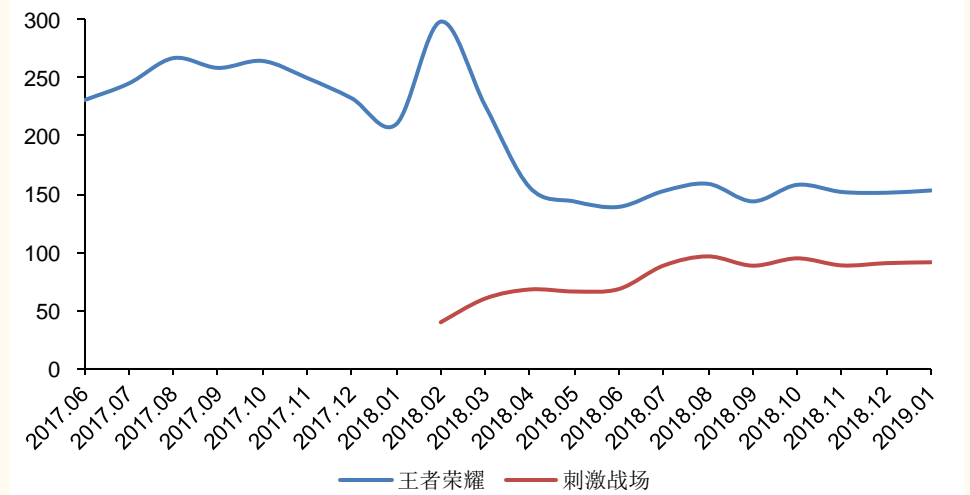
### “吃鸡”游戏获得版号遥遥无期

- 在 2018 年四季报中，腾讯完全没有提及《绝地求生：刺激战场》这款手游，只提到了它的海外版本《PUBG Mobile》。事实上，自从 2018 年三季报以来，公司就不再提及“吃鸡”游戏在国内获得版号的可能性。结合国家政策和“吃鸡”游戏自身的定位，我们认为《绝地求生：刺激战场》在 2019 年获得版号的希望非常渺茫。
- 2019 年 3 月，网易的《堡垒前线》手游获得版号，引发市场关注，认为是“吃鸡”类手游获得版号的第一例。事实上，《堡垒前线》没有采用“吃鸡”

玩法，只是在开发思路与腾讯代理的《堡垒之夜》比较相似而已。我们认为，国家对于“吃鸡”这样的“大逃杀”题材游戏仍然处于严格管制状态，任何游戏公司推出的类似手游都很难获得批准。

- 2018年四季度以来，《刺激战场》的 MAU 增长基本结束，对《王者荣耀》的吸流也告一段落。但是，它仍然拥有 8000 万以上的 MAU，占据了大量用户时间，而且腾讯很难下定决心将其关闭。在 2019 年，《刺激战场》无法变现，仍将对腾讯游戏业务的巨大拖累。

图表 6:《王者荣耀》与《刺激战场》MAU 对比 (百万)



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

### 风险因素

- 作为互联网公司，监管风险是不可忽视的。游戏、视频、第三方支付等都属于国家严格监管的行业，政策变化可能难以预知。
- 腾讯正在拓展包括金融支付、云计算、人工智能等在内的新业务，在这些领域已经存在强大的竞争对手，公司可能无法达到战略预期。
- 技术是互联网公司的生命线，而腾讯的基础研究水平并不明显高于同行，因此存在技术进步带来的业务和产品替代风险。
- 腾讯对外进行大量战略投资，而且信息披露细节较少；虽然腾讯每年都进行大量投资减值拨备，但是仍不能忽略战略投资减值的风险。

**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	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	238611	229270	299735	376007
现金及现金等价物	160732	159886	203869	282474
交易用投资	6175	-	-	-
应收款项	28427	30139	36052	38362
其他应收款	18493	23805	27677	32680
存货	324	547	416	601
<b>非流动资产</b>	484910	603592	667105	742233
可供出售投资	-	-	-	-
联营和共同控制实体的投资	227790	325790	377790	434990
投资物业	725	725	725	725
固定资产	35091	45806	47841	52217
在建工程	4879	9000	12600	15120
土地使用权	7106	5685	4264	2842
无形资产	56650	60767	64283	72200
<b>总资产</b>	723521	832863	966840	1118240
<b>流动负债</b>	202435	223596	250535	275179
短期借款	26834	28897	25458	22916
应付款项	87455	93976	109801	120116
预收账款	-	-	-	-
其他	88146	100723	115276	132147
<b>非流动负债</b>	164879	172681	181483	191428
长期借款	87437	87437	87437	87437
其他	77442	85244	94046	103991
<b>负债合计</b>	367314	396277	432018	466608
股本	-	-	-	-
储备	-3444	-3444	-3444	-3444
保留溢利	299660	378729	475366	590275
非控制性股东权益	32697	34006	35605	37507
<b>总权益</b>	356207	436585	534822	651633
<b>总负债和总权益</b>	723521	832863	966840	1118240

**综合现金流量表**

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
除所得税后溢利	78719	85945	105040	124901
折旧和摊销	12619	26369	32869	38129
利息费用	-664	945	718	574
营运资本的变动	14351	14724	-3802	20667
<b>经营活动产生现金流量</b>	106443	113694	133487	183229
资本性支出	-	-29000	-40600	-51520
投资、贷款于联营和共同控制实体	-	-101000	-52000	-57200
<b>投资活动产生现金流量</b>	-	-114392	-83114	-98303
借款变动	-	2063	-3439	-2542
发行股份	-	-	-	-
支付的股利和利息	-	-7820	-9121	-10566
<b>融资活动产生现金流量</b>	-	-148	-6390	-6321
现金净变动	106443	-846	43983	78605
现金的期初余额	105697	160732	159886	203869
<b>现金的期末余额</b>	214347	159886	203869	282474

来源：公司年报、国金证券研究所

**综合收益表**

单位:百万

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业额</b>	312694	380681	463339	543219
销售成本	170574	217717	264910	310388
<b>毛利</b>	142120	162965	198429	232831
销售、一般性和行政开支 (含研究开发费用)	65755	79943	96838	112990
其他营业收入	21283	18575	22479	27193
<b>EBITDA</b>	111754	130365	160539	190563
折旧和摊销	12619	26369	32869	38129
<b>EBIT</b>	99135	103997	127670	152434
融资收入净额	-100	-945	-718	-574
分占联营和共同控制实体的溢利	1487	2400	3600	5400
<b>除所得税前溢利</b>	94466	103052	126952	151860
所得税开支	14482	15798	20312	25057
<b>除所得税后溢利</b>	79984	87254	106640	126803
非控制性股东应占溢利	1265	1309	1600	1902
股息	1499	6876	8403	9992
<b>母公司股东应占溢利</b>	78719	85945	105040	124901
<b>EPS</b>	8.27	9.03	11.03	13.12

**主要财务比率**

单位:百万

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业额增长率	31.5%	21.7%	21.7%	17.2%
EBIT 增长率	8.8%	4.9%	22.8%	19.4%
净利润增长率	10.4%	9.1%	22.2%	18.9%
<b>盈利能力</b>				
EBIT/营业额	31.7%	27.3%	27.6%	28.1%
EBITDA/营业额	35.7%	34.2%	34.6%	35.1%
毛利率	45.5%	42.8%	42.8%	42.9%
净利率	25.6%	22.9%	23.0%	23.3%
ROE	24.3%	21.3%	21.0%	20.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.8%	47.6%	44.7%	41.7%
流动比率	1.18	1.03	1.20	1.37
速动比率	1.16	1.01	1.18	1.35
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.43	0.46	0.48	0.49
应收帐款周转率	13.90	13.00	14.00	14.60
应付帐款周转率	4.40	4.20	4.55	4.73
存货周转率	551.13	500.00	550.00	610.00
<b>每股资料</b>				
每股收益	8.27	9.03	11.03	13.12
每股经营现金流	11.18	11.94	14.02	19.25
每股净资产	33.98	42.29	52.44	64.51
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	37.39	34.25	28.02	23.57
扣非 P/E	38.04	33.97	27.80	23.15
EV/EBITDA	24.70	23.73	19.26	16.22

**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, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的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