

【广发海外】腾讯控股 (00700.HK) 19Q2 业绩前瞻

游戏回升, 广告短期承压, 金融科技盈利持续改善

核心观点:

1. 游戏恢复增长。18Q2 低基数+19Q1 递延收入大幅增长+19Q2 《完美世界》《和平精英》增量贡献, 预测 19Q2 手游收入同比+26.5%、环比+5%。《完美世界》Q2 基本维持在畅销榜 TOP5, 《和平精英》5月8日开始商业化, 首月流水预计超 10 亿 (根据伽马数据预测), 《一起来捉妖》《蓝月传奇》《妖精的尾巴: 魔导少年》《剑网 3》等新游陆续上线, 贡献增量。7 月新上线《跑跑卡丁车》、《龙族幻想》表现优异, 位居 iOS 游戏畅销榜 TOP5。预计端游收入同比+3%, 主要因 18Q2 低基数。

2. 宏观经济增长波动+行业竞争+内容严监管, 广告短期承压, 供给增加促进增长。预计 19Q2 广告收入同比+23.5%, 主要靠社交广告增长驱动。朋友圈增加第 3 条广告, 增加供给, 小程序使用广度和深度继续提升, 带来增量。媒体广告 (包括视频、资讯等广告) 受字节跳动 (抖音、今日头条) 竞争及视频内容监管影响, 预计仅有个位数增长。根据 QM 数据, 2019 年 6 月移动互联网人均每日使用时长增至 6 小时, 短视频贡献 65% 的增量; 腾讯系、阿里系、百度系 APP 时长占比较 3 月均略有下降, 字节跳动系 APP 时长略增长, 腾讯系 APP 时长占比降至 42.3%。长期看, 腾讯产业互联网蓄力, B 端商户数快速增长, 为广告业务提供后盾。

3. 金融科技业务盈利持续改善。商业支付交易额持续增长。微信日均支付交易量超 10 亿笔, 微信支付连接 5,000 万个个体商户与商家 (根据微信公开课)。商业类 (网购/生活服务/零售等) 小程序数量和热度快速上升, 越来越多品牌推出自有小程序平台, 微信交易场景不断扩大。**支付补贴下降:** 比如腾讯自 7 月 1 日起, 对智慧餐厅服务商奖励比例由 0.2% 调整为 0.1%, 对餐饮返佣激励下降一半。**实际费率仍有提升空间:** 我们梳理了与腾讯有关联交易的公司, 包括美团点评、京东、拼多多、同程艺龙等, 从支付关联交易金额占交易总额角度看, 几家公司的支付费率均低于或大幅低于 0.6%。**高毛利的平台类业务 (如零钱通、理财类业务, 主要赚取分成收入) 收入不断增长。**

4. 产业互联网在构建生态过程中, 腾讯开放工具、能力, 第三方服务商深入产业运作中, 共同推动 B 端企业活动的数字化和在线化。小程序是连接 B 端的重要工具, 是承载企业活动的重要线上平台, 我们以小程序作为观测腾讯产业互联网发展进程的指标, 从小程序数量 (衡量覆盖场景的广度) 和头部小程序类型 (衡量场景浸入的深度) 两个维度进行跟踪。目前小程序数量约 300 万, 阿拉丁预计到 2019 年底小程序数量将达 500 万。**头部的、场景类小程序数量占比明显增多。**根据 Questmobile 数据, 2019 年 6 月, MAU 超 100 万的微信小程序数量达 883 个, 超 500 万的微信小程序达 180 个。

5. 维持“买入”评级。预计 19~20 年 NonGAAP 归母净利为人民币 953 亿、1,197 亿元, 当前股价对应 19~20 年 PE 为 29 倍、23 倍。**游戏企稳回升, 金融科技盈利趋于提升, 广告短期承压;** 小程序连接场景进一步扩大, 商业类小程序迅速发展, 微信搜索强化内容/产品直达, B 端生态促进广告/支付/云增长。略调高手游收入及金融科技毛利率, 调低广告收入增速, 同时考虑内容监管, 调低视频/音乐/阅文估值, **合理价值 439 港元/股。**

6. 风险提示: 新游流水不达预期; 版号发放进程低于预期; 宏观经济和行业竞争导致广告增长不达预期; 支付和云服务行业竞争致费用提升; 贸易战不确定性。

盈利预测:

(百万元RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	237,760	312,694	388,141	477,446	606,056
增长率(%)	56.5%	31.5%	24.1%	23.0%	26.9%
EBITDA	89,724	110,404	142,130	183,326	227,463
NonGAAP 归母净利润	65,126	77,469	95,272	119,653	148,815
增长率(%)	43.4%	19.0%	23.0%	25.6%	24.4%
EPS (元/股)	6.82	8.11	9.97	12.52	15.57
市盈率 (P/E)	43	36	29	23	19
市净率 (P/B)	11	9	7	5	4
EV/EBITDA	54.1	44.0	34.2	26.5	21.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 备注: EPS 按最新股本计算。

公司评级

买入

当前价格

340 港元

合理价值

439 港元

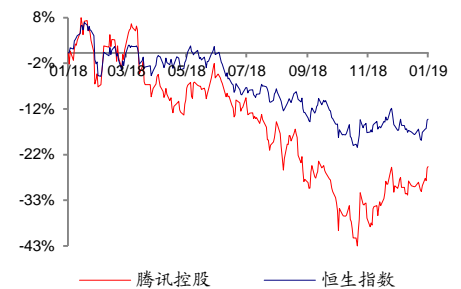
前次评级

买入

报告日期

2019-08-12

相对市场表现



分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004



SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】腾讯控股 2019-05-16

(00700.HK): 游戏恢复增长势头, 广告不及预期, 毛利率抬升

【广发海外】腾讯控股 2019-05-08

(00700.HK): 《刺激战场》更新为《和平精英》, 业绩影响估算

【广发海外】腾讯控股 2019-03-22

(00700.HK): 支付和云收入占比追平网游, 待更多新游上线

正文:

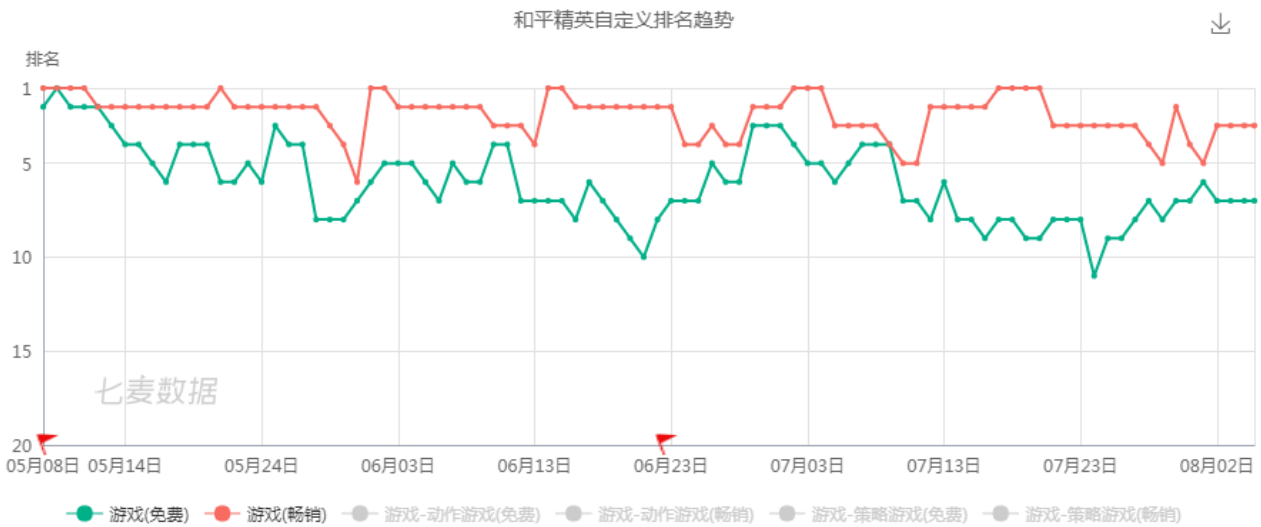
1. 游戏业务恢复增长。Q2~Q3十几款新游集中上线，贡献较多增量。3月6日上线的《完美世界》在19Q2维持在iOS畅销榜第1~5名，5月8日《和平精英》开启商业化，基本维持在畅销榜TOP3，贡献较大增量，《一起来捉妖》位居4月中国游戏iOS收入榜第8，《蓝月传奇》《妖精的尾巴：魔导少年》等新游陆续上线。7月新上线《跑跑卡丁车》、《龙族幻想》表现优异，位居iOS游戏畅销榜TOP5。

表1: 腾讯2019年上线的主要新游梳理

序号	游戏名称	上线时间	游戏类型	自研/代理	iOS 畅销榜排名情况
19Q1					
1	记忆重构	2月28日	飞行战斗		
2	完美世界	3月6日	MMORPG	代理，完美研发	上线至今位居 TOP10
3	拉结尔	3月20日			
19Q2					
1	和平精英	5月8日	战术竞技		上线至今位居 TOP5
2	一起来捉妖	4月11日	首款 AR 捉妖手游	自研	
3	欢乐捕鱼大战	4月16日	休闲	自研	
4	无尽远征	4月25日	奇幻冒险 MMO	代理	
5	三生三世十里桃花	5月16日	MMORPG	代理	
6	云梦四时歌	5月21日	3D 卡牌回合制		
7	蓝月传奇	5月24日	MMORPG	代理，浙江盛和研发	
8	妖精的尾巴：魔导少年	5月28日	3D 回合	自研	目前位居 TOP40
9	剑侠情缘 3：指尖江湖	6月12日	角色扮演	代理，西山居研发	
19Q3					
1	跑跑卡丁车	7月3日	竞速赛车	联合运营	上线至今位居 TOP5
2	权力的游戏：凛冬将至	7月10日	SLG	代理，游族研发	
3	龙族幻想	7月18日	RPG	代理，祖龙研发	
4	乐高无限	8月9日	沙盒类	自研	
5	执剑之刻	8月9日			

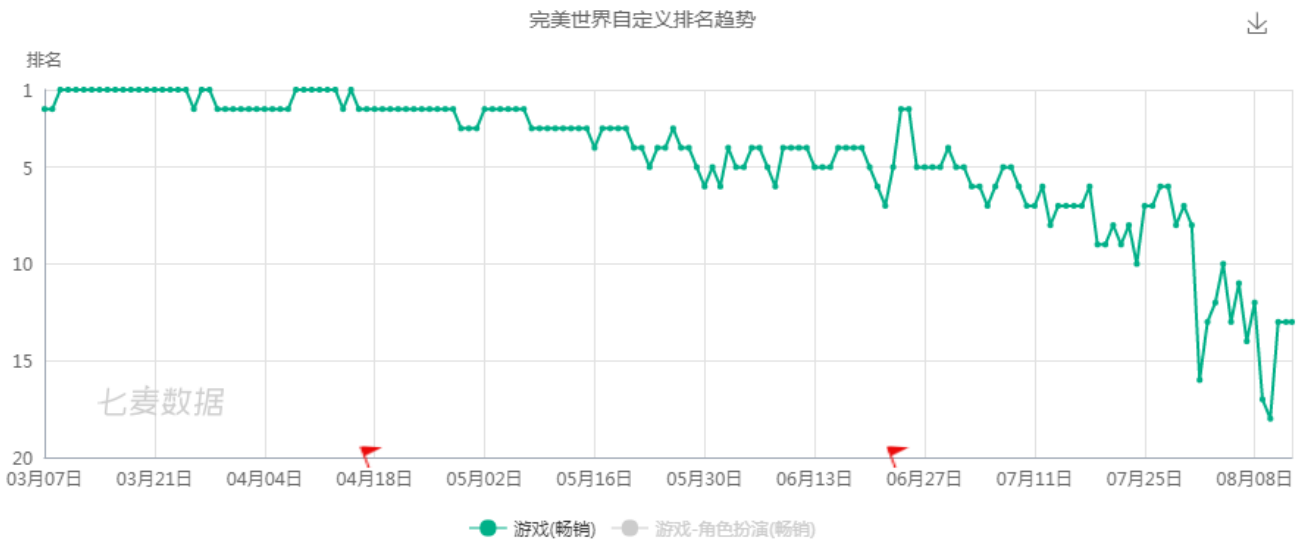
数据来源：微信，广发证券发展研究中心

图1: 《和平精英》商业化以来,基本排在iOS畅销榜TOP3



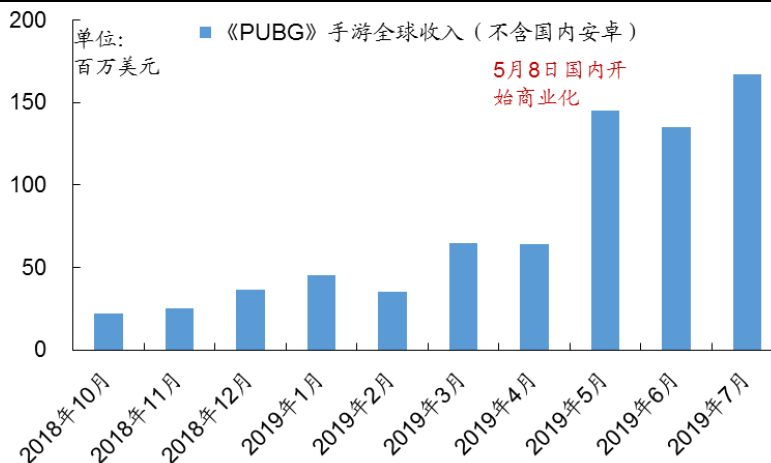
数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图2: 《完美世界》自3月6日上线以来在iOS畅销榜排名靠前



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

图3: 《PUBG》手游全球收入(不含国内安卓)



数据来源: Sensor Tower, 广发证券发展研究中心

表2: 腾讯储备游戏梳理

序号	游戏名称	预计上线时间	游戏类型	自研/代理	微信预约量(万人)	是否有版号
1	地下城与勇士	待定		代理	284.1	有
2	使命召唤手游	待定		自研	104.6	
3	天堂 II: 革命	待定		代理		
4	极品飞车 OL 手机版	待定		代理		有
5	英雄联盟	待定				
6	王牌战士	19Q3	角色射击	自研	157.5	有
7	剑侠情缘 2: 剑歌行	19H1	MMO	代理	130.5	有
8	一人之下		格斗	自研	109.6	有
9	天涯明月刀	2019 年	国风 RPG	自研	75	
10	龙珠最强之战		动作冒险	代理	68.3	有
11	狐妖小红娘		MMORPG	自研	47.7	
12	猎人 X 猎人		动作	代理	40.4	
13	代号: 生机		合作生存	自研	46	
14	龙之谷 2		MMO	代理		
15	手工星球		沙盒创造与冒险	代理	37.0	
16	雪鹰领主: 英雄本色		RPG	自研	36.0	
17	荒野乱斗		MOBA/射击/生存	自研	22.1	
18	食物语			代理		有
19	全职猎人			代理		
20	暗黑之书			代理		
21	脸黑先生		动画式交互冒险手游	自研		
22	逍遥诀		玄幻	代理		
23	仙境传说 RO: 爱如初见		MMO	代理		
24	执剑之刻		卡牌	代理		
25	光明勇士			代理		有
26	石器时代			代理		
27	王牌捉妖师			自研		有
28	秦时明月			自研		
29	我的起源		创新沙盒	代理		
30	进化之地 2		RPG 游戏	代理		
31	不可思议之梦蝶		解谜冒险类手游	代理		
32	街霸 OL		即时策略卡牌游戏	代理		

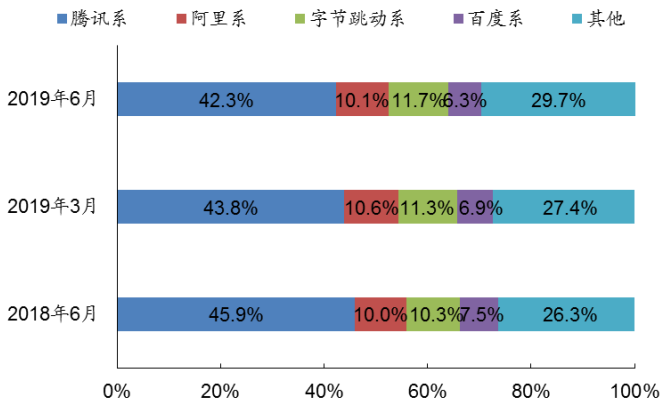
数据来源: 腾讯官方材料, 微信, 广发证券发展研究中心

2. 宏观经济增长波动+行业竞争+内容严监管, 广告短期尚有压力, 供给增加促进增长; 产业互联网蓄力, B端商户数快速增长, 为广告业务提供后盾。

用户时长结构还在变化, 腾讯系APP时长占比下降。根据QM数据, 2019年6月移动互联网人均每日使用时长增至6小时, 短视频贡献65%的增量; 腾讯系、阿里

系、百度系APP时长占比较3月均略有下降，字节跳动系APP时长略增长，腾讯系APP时长占比降至42.3%。受抖音和头条竞争，及视频内容监管影响，腾讯媒体广告增长受压。朋友圈开放第3条广告，增加供给；小程序使用广度和深度继续提升，带来增量。

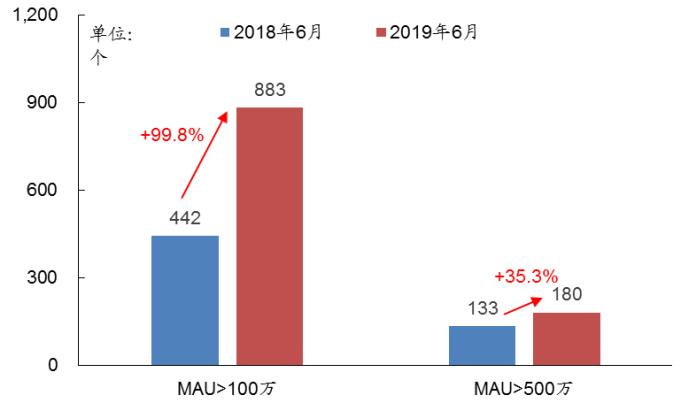
图4: 各巨头独立APP总使用时长占比变化



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

备注: 巨头系APP取各巨头旗下MAU大于100万的头部APP

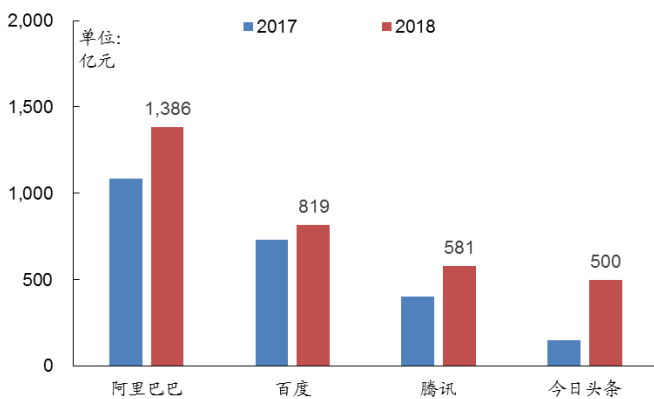
图5: 头部微信小程序数量快速增长



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

广告收入与时长: 阿里系时长占比稳定，广告收入维持较快增长，变现效率不断提升；腾讯广告收入占比与时长占比非常不匹配，这也与腾讯数字化助手的定位有关，对广告变现仍克制。

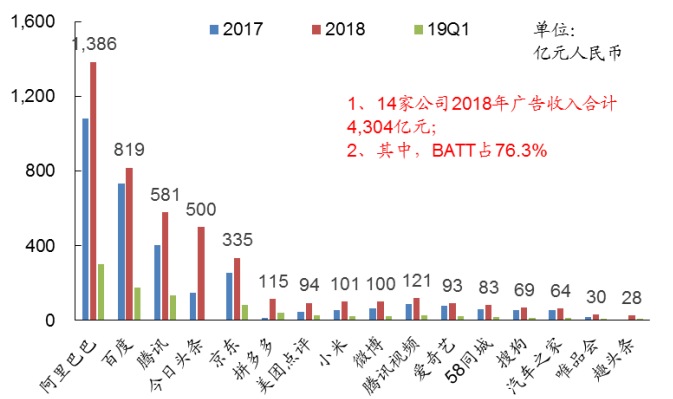
图6: BATT广告收入



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

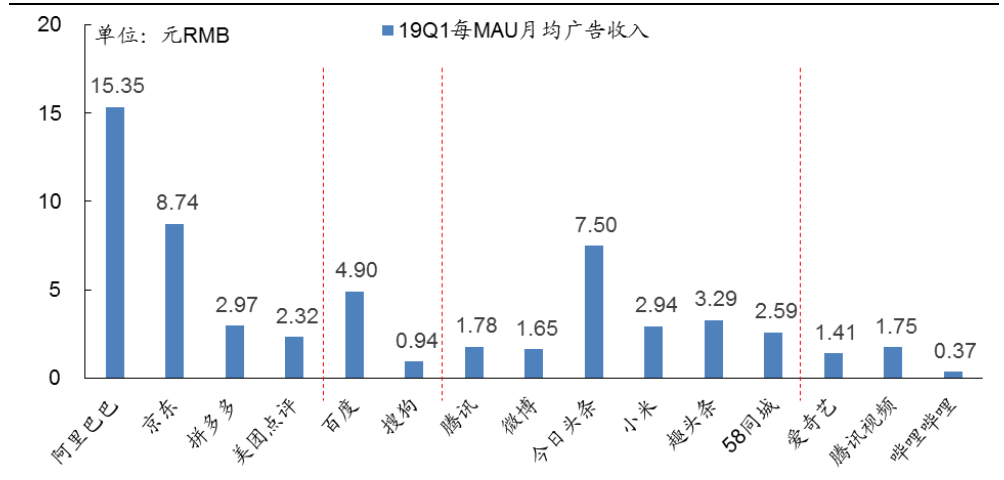
备注: 巨头系APP取各巨头旗下MAU大于100万的头部APP

图7: 14家互联网公司广告收入



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图8: 互联网公司MAU月均广告收入对比



数据来源: 各公司财报、官方口径, 广发证券发展研究中心

3. 金融科技业务盈利持续改善。商业支付交易额持续增长, 支付补贴下降, 高毛利率的平台类服务(理财类平台服务)收入不断提升, 驱动毛利率提升。

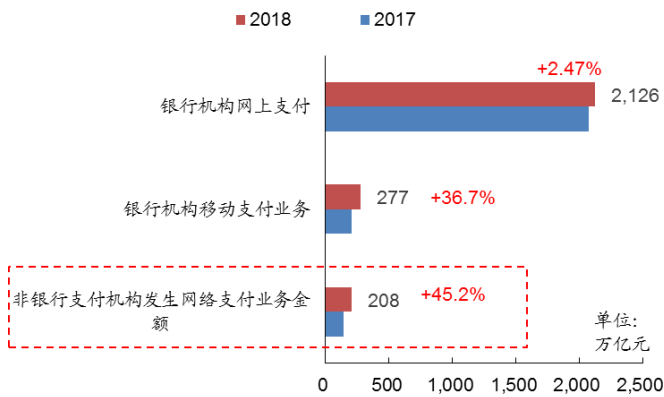
商业支付交易额持续增长。微信日均支付交易量超10亿笔, 占市场一半份额, 微信支付连接5,000万个体商户与商家。商业类(网购/生活服务/零售等)小程序数量和热度快速上升, 越来越多品牌推出自有小程序平台, 微信交易场景不断扩大。**支付补贴下降:**比如腾讯自7月1日起, 对智慧餐厅服务商奖励比例由0.2%调整为0.1%, 对餐饮返佣激励下降一半。**实际费率仍有提升空间:**我们梳理了与腾讯有关联交易的公司, 包括美团点评、京东、拼多多、同程艺龙等, 从支付关联交易金额占交易总额角度看, 几家公司的支付费率均低于或大幅低于0.6%。

表3: 腾讯支付业务商业模式及收入成本构成

支付业务商业模式及收入成本构成	
商业模式	以支付为工具, 持续扩大应用场景和市场份额, 同时为互联网理财、信贷等业务提供数据分析和流量支持
收入来源	<p>1.商家手续费(0.6%): 按行业类别不同, 0.6%~2%, 大部分商家手续费率为0.6%; 对交易量大的头部商家, 一般可享受费率优惠。</p> <p>2.提现手续费(0.1%): 2016年3月1日起, 收取提现金额的0.1%。</p> <p>3.信用卡还款手续费(0.1%): 自2018年8月1日起, 收取还款金额的0.1%。</p> <p>4.渠道费: 如通过微信理财通、支付宝购买理财产品; 为其他产品导流等。</p>
主要成本	<p>1.银行及清算机构处理费: 通常情况下, 在支付过程中, 发卡行的借记卡/贷记卡处理费最高分别为0.35%(不超过13元)/0.45%, 清算机构(银联/网联)收取的网络转接费上限为0.065%(不超过6.5元, 由发卡行与支付服务商均摊)。自2018年6月30日起, 支付机构与银行原有的直连模式将全部切断, 网络支付交易全部通过网联模式转接清算。</p> <p>2.运营推广费。</p>

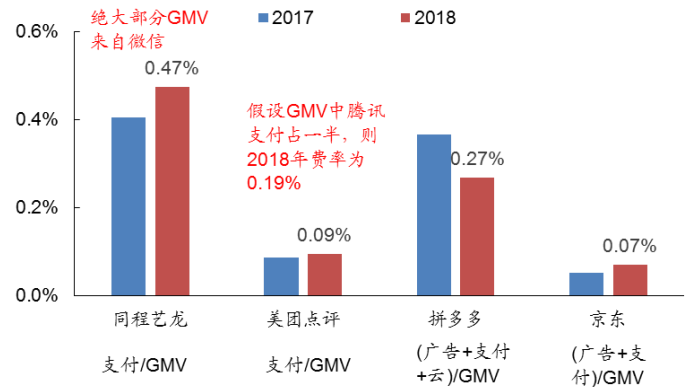
数据来源: 微信支付, 央行, 广发证券发展研究中心

图9: 非银行机构网上支付金额增长快速



数据来源: 央行, 广发证券发展研究中心

图10: 与腾讯支付关联交易金额分析: 费率均低于0.6%



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

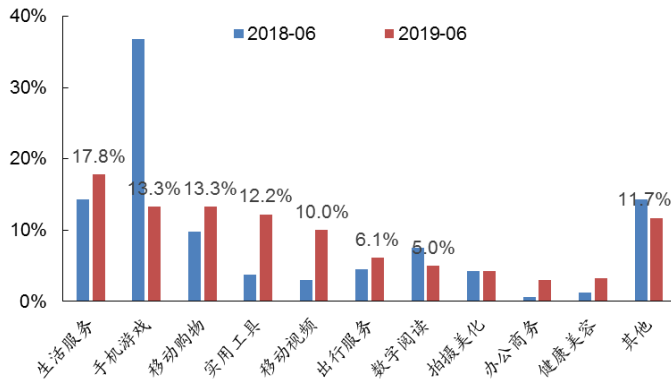
4. 腾讯产业互联网在构建生态中, 腾讯开放工具、能力, 第三方服务商深入产业运作中, 共同推动B端企业活动的数字化和在线化。小程序是连接B端的重要工具, 是承载企业活动的重要线上平台, 我们以小程序作为观测腾讯产业互联网发展进程的指标, 从小程序数量 (代表覆盖场景的广度) 和头部小程序类型 (代表场景浸入的深度) 两个维度进行跟踪。

小程序数量越多, 表明越来越多场景开始拥抱小程序。目前小程序数量约300万, 阿拉丁预计到2019年底小程序数量将达500万。

头部小程序类型丰富化, 表明用户和企业愿意使用小程序, 小程序功能深化的可能性就更大。阿拉丁和Questmobile数据均表明, 头部的、非游戏、场景类小程序数量占比明显增多。根据阿拉丁数据, TOP100小程序中, 电商、生活服务、零售类、视频类小程序数量快速增长, 小游戏数量从以往第1位开始明显下降, 商业交易类小程序占比明显增多。根据Questmobile数据, 2019年6月, MAU超100万的微信小程序数量达883个, 超500万的微信小程序达180个, 其中游戏类数量占比降至13.3%, 生活服务类、移动购物类、工具类、视频类占比均超10%。

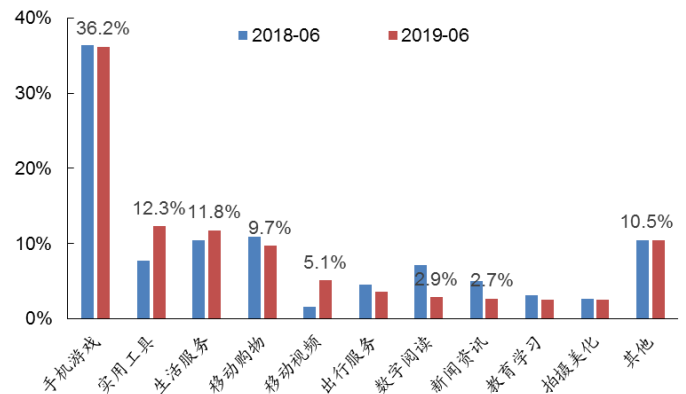
小程序应用场景增多, 对支付、广告、云服务均是正向影响。商业类小程序增多会促进商业支付增长; 小程序既是广告主, 也是广告承载方, 品牌方通过公众号+小程序, 整合线上线下流量, 构建品牌为中心的私域流量。小程序目前还在不断优化搜索功能。

图11: MAU>500万微信小程序类型占比



数据来源: 央行, 广发证券发展研究中心

图12: MAU>100万微信小程序类型占比



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

5. 维持“买入”评级。预计19~20年NonGAAP归母净利为人民币953亿、1,197亿元, 当前股价对应19~20年PE为29倍、23倍。游戏企稳回升, 金融科技盈利趋于提升, 广告短期承压; 小程序连接场景进一步扩大, 商业类小程序迅速发展, 微信搜索强化内容/产品直达, B端生态促进广告/支付/云增长。略调高手游收入及金融科技毛利率、调低广告收入增速, 同时考虑内容监管, 调低视频/音乐/阅文估值, 合理价值439港元/股。

6. 风险提示: 新游流水不达预期; 版号发放进程低于预期; 宏观经济和行业竞争导致广告增长不达预期; 支付和云服务行业竞争致费用提升; 贸易战不确定性。

表 4: 腾讯分业务预测表 (人民币亿元)

营业收入	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2017	2018	2019E	2020E
增值服务	469	421	440	437	490	498	538	554	1,540	1,766	2,080	2,421
网络游戏	288	252	258	242	285	287	311	314	979	1,040	1,197	1,335
PC 游戏	141	129	124	112	138	132	136	132	551	506	539	525
手游	217	176	195	190	212	223	252	262	628	778	948	1,165
社交网络收入	181	169	182	195	205	211	227	240	561	727	883	1,086
网络广告	107	141	162	170	134	174	200	210	404	581	718	877
社交及其他广告	74	94	112	118	99	124	146	155	255	398	525	673
媒体广告	33	47	51	52	35	50	54	55	148	183	194	203
其他业务	160	175	203	242	231	252	280	320	433	780	1,083	1,477
金融科技及企业服务	152				218	238	264	294			1,013	1,415
其他	8				13	14	16	26			69	62
合计	735	737	806	849	855	924	1018	1085	2,378	3,127	3,881	4,774
收入同比增速	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2017	2018	2019E	2020E
增值服务	33.5%	14.3%	4.6%	9.3%	4.5%	18.4%	22.1%	27.0%	42.8%	14.7%	17.8%	16.4%
网络游戏	26.2%	5.6%	-3.8%	-0.7%	-0.9%	13.7%	20.6%	29.9%	38.2%	6.2%	15.1%	11.5%
PC 游戏	0.0%	-5.1%	-15.1%	-12.5%	-2.1%	2.7%	10.0%	18.2%	23.2%	-8.2%	6.6%	-2.7%
手游	68.2%	18.9%	7.1%	12.4%	-2.3%	26.5%	29.0%	37.7%	66.6%	23.9%	21.8%	22.9%
社交网络收入	47.2%	30.3%	19.3%	24.9%	13.1%	25.3%	24.2%	23.5%	51.8%	29.5%	21.5%	23.1%
网络广告	55.2%	39.0%	47.1%	37.8%	25.1%	23.5%	23.2%	23.3%	49.9%	43.6%	23.7%	22.1%
社交及其他广告	68.8%	54.5%	61.2%	45.5%	34.0%	32.2%	31.2%	31.0%	65.2%	55.9%	31.9%	28.4%
媒体广告	31.5%	16.0%	23.5%	25.9%	6.1%	6.0%	5.8%	5.6%	29.4%	23.4%	5.9%	5.0%
其他业务	111.2%	81.2%	68.5%	71.9%	44.8%	44.0%	37.8%	32.3%	152.6%	79.9%	38.9%	36.4%
金融科技及企业服务					43.5%							39.6%
其他					69.9%							-11.0%
合计	48.4%	30.2%	23.6%	27.9%	16.2%	25.4%	26.3%	27.8%	56.5%	31.5%	24.1%	23.0%
收入占比	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2017	2018	2019E	2020E
增值服务	63.8%	57.1%	54.7%	51.4%	57.3%	53.9%	52.9%	51.1%	64.8%	56.5%	53.6%	50.7%
网络游戏	39.1%	34.2%	32.0%	28.5%	33.4%	31.0%	30.6%	29.0%	41.2%	33.3%	30.8%	28.0%
PC 游戏	19.2%	17.5%	15.4%	13.2%	16.1%	14.3%	13.4%	12.2%	23.2%	16.2%	13.9%	11.0%
手游	29.5%	23.9%	24.2%	22.4%	24.8%	24.1%	24.7%	24.1%	26.4%	24.9%	24.4%	24.4%
社交网络收入	24.6%	22.9%	22.6%	22.9%	23.9%	22.9%	22.3%	22.1%	23.6%	23.2%	22.7%	22.8%
网络广告	14.5%	19.2%	20.2%	20.1%	15.7%	18.8%	19.7%	19.4%	17.0%	18.6%	18.5%	18.4%
社交及其他广告	10.1%	12.7%	13.8%	14.0%	11.6%	13.4%	14.4%	14.3%	10.7%	12.7%	13.5%	14.1%
媒体广告	4.5%	6.4%	6.3%	6.1%	4.1%	5.4%	5.3%	5.1%	6.2%	5.9%	5.0%	4.3%
其他业务	21.7%	23.7%	25.2%	28.5%	27.0%	27.3%	27.5%	29.5%	18.2%	24.9%	27.9%	30.9%
金融科技及企业服务	20.6%				25.5%	25.7%	25.9%	27.1%			26.1%	29.6%
其他	1.1%				1.6%	1.6%	1.6%	2.4%			1.8%	1.3%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2017	2018	2019E	2020E
互联网增值服务	63.3%	59.0%	56.5%	53.4%	57.6%	55.7%	59.3%	59.0%	60.1%	58.1%	58.0%	59.1%
网络广告	31.2%	37.4%	36.7%	36.6%	41.9%	40.5%	39.8%	40.3%	36.7%	35.8%	40.5%	40.0%
其他产品	25.4%	24.9%	22.8%	23.1%	26.1%	26.0%	26.3%	26.5%	21.9%	23.9%	26.2%	26.9%
金融科技及企业服务	26.1%				28.5%	28.4%	28.9%	29.0%			28.7%	28.6%
其他	11.7%				-13.7%	-13.5%	-17.1%	-1.8%			-10.0%	-13.4%
合计	50.4%	46.8%	44.0%	41.4%	46.6%	44.7%	46.4%	45.8%	49.2%	45.5%	45.9%	45.6%
GAAPEPS	2.44	1.87	2.44	1.49	2.85	2.14	2.49	2.58	7.48	8.24	10.05	12.05
NonGAAPEPS	1.92	2.06	2.06	2.06	2.19	2.43	2.63	2.80	6.82	8.11	9.97	12.52

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 备注: 1、手游+PC游戏收入加总高于网络游戏收入, 主要因为财务收入分类上, 将手游收入中通过内部渠道分发的收入分成计入社交网络业务中。2、自19Q1起财报中单列“金融科技及企业服务”、“其他”两项。

表 5: 腾讯利润表简表

(亿元人民币)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	735	737	806	849	855	924	1,018	1,085	2,378	3,127	3,881	4,774
营业成本	365	392	451	497	456	511	546	588	1,208	1,706	2,101	2,596
其他收益净额	76	25	88	(21)	111	17	15	14	201	167	157	66
销售费用	56	64	66	57	42	64	73	76	177	242	255	300
管理费用	94	99	109	113	113	119	123	133	331	415	488	555
财务费用	7	12	15	14	11	14	16	18	29	47	60	80
营业利润	307	218	279	173	367	259	303	314	903	976	1,244	1,451
除税前溢利	297	222	266	159	327	247	289	299	882	945	1,160	1,389
归属母公司净利润	233	179	233	142	272	204	238	246	715	787	961	1,152
Non-GAAP 归母净利润	183	197	197	197	209	232	251	267	651	775	953	1,197
GAAP EPS(元/股)	2.44	1.87	2.44	1.49	2.85	2.14	2.49	2.58	7.48	8.24	10.05	12.05
NonGAAPEPS(元/股)	1.92	2.06	2.06	2.06	2.19	2.43	2.63	2.80	6.82	8.11	9.97	12.52
主要比率	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2017	2018	2019E	2020E
毛利率	50.4%	46.8%	44.0%	41.4%	46.6%	44.7%	46.4%	45.8%	49.2%	45.5%	45.9%	45.6%
销售费用率	7.6%	8.6%	8.2%	6.7%	5.0%	6.9%	7.2%	7.0%	7.4%	7.7%	6.6%	6.3%
管理费用率	12.8%	13.4%	13.5%	13.4%	13.3%	12.9%	12.1%	12.2%	13.9%	13.3%	12.6%	11.6%
财务费用率	0.9%	1.6%	1.9%	1.6%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	1.2%	1.5%	1.5%	1.7%
营业利润率	41.7%	29.6%	34.6%	20.4%	43.0%	28.1%	29.7%	29.0%	38.0%	31.2%	32.0%	30.4%
税前利润率	40.4%	30.1%	33.0%	18.8%	38.2%	26.7%	28.3%	27.5%	37.1%	30.2%	29.9%	29.1%
所得税率	19.3%	16.2%	12.1%	12.0%	14.7%	15.1%	15.1%	15.2%	17.8%	15.3%	15.0%	15.0%
归属母公司净利率	31.7%	24.3%	29.0%	16.8%	31.8%	22.1%	23.4%	22.7%	30.1%	25.2%	24.8%	24.1%
NonGAAP 净利率	24.9%	26.8%	24.5%	23.2%	24.5%	25.1%	24.7%	24.7%	27.4%	24.8%	24.5%	25.1%
YoY	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	48.4%	30.2%	23.6%	27.9%	16.2%	25.4%	26.3%	27.8%	56.5%	31.5%	24.1%	23.0%
归属母公司净利润	60.6%	-1.8%	29.6%	-31.6%	16.8%	14.3%	2.0%	73.2%	74.0%	10.1%	22.0%	19.9%
Non GAAP 归母净利润	28.9%	20.3%	15.5%	13.0%	14.3%	17.7%	27.4%	35.5%	43.4%	19.0%	23.0%	25.6%
QoQ	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2E	19Q3E	19Q4E	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	10.7%	0.2%	9.4%	5.3%	0.7%	8.1%	10.1%	6.6%				
归属母公司净利润	12.0%	-23.3%	30.6%	-39.0%	91.2%	-25.0%	16.6%	3.5%				
Non GAAP 归母净利润	4.9%	7.7%	0.0%	0.1%	6.1%	10.9%	8.2%	6.5%				

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

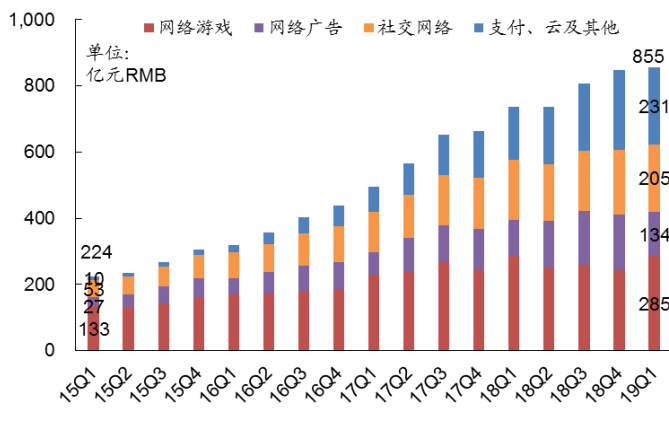
表 6: 腾讯分部估值简表

分业务	收入 (RMB 亿元)		净利润 (RMB 亿元)		PE	PS	各业务估值		
	2018	2019E	2018E	2019E	2019	2019	(RMB 亿元)	(亿美元)	(亿港元)
游戏	1,284	1,487	514	614			11,197	1,674	
PC 游戏	506	539	202	216	15		3,236	484	
移动游戏	778	948	311	398	20		7,961	1,190	
广告	460	573					5,983	894	
社交广告	398	525	143	208	28		5,728	856	
媒体广告 (不含视频)	62	49				5.0	254	38	
用户付费(分部估值合计)	603	738					2,468	369	
小计	2,347	2,798					19,647	2,937	
支付+云服务 +投资+小程序						7.0	15,750	2,412	
合计							35,397	5,349	41,929
合理价值									439 港元/股

资料来源: 公司财报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

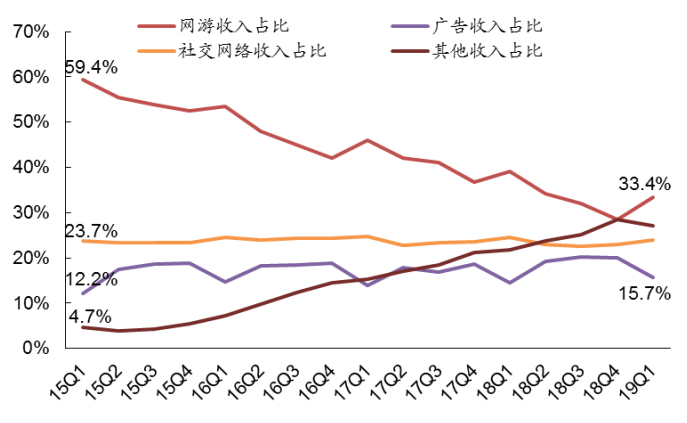
备注: 美元对人民币汇率 6.69, 人民币兑港元汇率 1.17。

图 13: 收入增长及构成



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图 14: 各业务收入占比



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	178,446	217,080	184,989	175,024	182,470
货币资金	105,697	97,814	143,368	124,061	117,559
应收及预付	33,659	46,920	40,502	49,337	62,915
存货	295	324	315	260	334
其他流动资产	38,795	72,022	699	819	1,039
非流动资产	376,226	506,441	680,033	878,278	1,095,99
长期股权投资	144,581	227,790	318,906	430,523	559,680
固定资产	23,597	35,091	48,168	60,447	73,327
在建工程	3,163	4,879	4,879	4,879	4,879
无形资产	40,266	56,650	72,425	81,195	86,479
其他长期资产	164,619	182,031	235,655	301,234	371,631
资产总计	554,672	723,521	865,022	1,053,302	1,278,467
流动负债	151,740	202,435	229,181	282,766	350,991
短期借款	15,696	26,834	10,709	12,843	12,843
应付及预收	50,085	73,735	88,241	110,309	141,902
其他流动负债	85,959	101,866	129,784	157,918	194,559
非流动负债	125,839	164,879	191,170	219,849	242,613
长期借款	82,094	87,437	110,894	133,025	155,156
应付债券	29,363	51,298	53,863	59,249	59,249
其他非流动负债	14,382	26,144	26,413	27,575	28,208
负债合计	277,579	367,314	420,351	502,615	593,604
股本	-	-	-	-	-
资本公积	53,392	23,850	23,850	23,850	23,850
留存收益	202,682	299,660	386,127	489,765	622,064
归属母公司股东权	256,074	323,510	409,977	513,615	645,914
少数股东权益	21,019	32,697	35,236	38,093	39,545
负债和股东权益	554,672	723,521	865,022	1,053,302	1,278,467

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	237,760	312,694	388,141	477,446	606,056
营业成本	120,835	170,574	210,097	259,551	333,888
销售费用	17,652	24,233	25,541	29,966	37,575
管理费用	33,051	41,522	48,823	55,469	66,891
其他收益	24,080	21,283	20,697	12,600	12,500
财务费用	2,908	4,669	5,975	7,987	12,000
利润总额	88,215	94,466	116,046	138,873	170,702
所得税	15,744	14,482	17,432	20,863	25,435
净利润	72,471	79,984	98,614	118,010	145,268
少数股东损益	961	1,265	2,539	2,857	1,453
归属母公司净利润	71,510	78,719	96,075	115,153	143,815
EBITDA	89,724	110,404	142,130	183,326	227,463
EPS (元)	7.48	8.24	10.05	12.05	15.05
NonGAAP 净利润	65,126	77,469	95,272	119,653	148,815
NonGAAP EPS(元)	6.82	8.11	9.97	12.52	15.57

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	106,140	106,443	241,551	208,036	258,837
净利润	71,510	78,719	96,075	115,153	143,815
折旧摊销	23,502	34,039	39,149	51,419	59,326
营运资金变动	30,158	6,924	113,622	40,312	54,370
其它	(19,030)	(13,239)	(7,430)	(129)	1,052
投资活动现金流	(96,392)	(151,913)	(203,41)	(245,88)	(272,50)
资本支出	(32,004)	(23,941)	(68,000)	(72,467)	(77,490)
投资变动	(64,388)	(127,972)	(135,41)	(173,41)	(195,01)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	26,598	35,380	7,417	18,541	7,167
银行借款	8,168	30,554	7,332	24,265	22,131
股权融资	15,511	(29,542)	0	0	0
其他	2,919	34,368	85	(5,724)	(14,964)
现金净增加额	36,346	(10,090)	45,554	(19,307)	(6,502)
期初现金余额	71,902	105,697	97,814	143,368	124,061
外币汇率变动影响净额	(2,551)	2,207	0	0	0
期末现金余额	105,697	97,814	143,368	124,061	117,559

至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	56%	32%	24%	23%	27%
营业利润增长	61%	8%	27%	17%	24%
归属母公司净利润增长	43%	19%	23%	26%	24%
获利能力(%)					
毛利率	49%	45%	46%	46%	45%
净利率	27%	30%	27%	30%	25%
ROE	24%	28%	25%	28%	24%
ROIC	20%	18%	19%	18%	19%
偿债能力					
资产负债率(%)	50.0%	50.8%	48.6%	47.7%	46.4%
净负债比率	17.6%	15.8%	14.1%	13.8%	13.1%
流动比率	1.2	1.1	0.8	0.6	0.5
速动比率	1.2	1.1	0.8	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	17.8	13.9	14.3	16.3	16.5
存货周转率	2.0	3.0	1.0	2.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(经调整)	6.82	8.11	9.97	12.52	15.57
每股经营现金流	11.11	11.14	25.37	21.85	27.19
每股净资产	26.80	33.86	42.91	53.75	67.60
估值比率					
P/E	42.5	35.7	29.1	23.1	18.6
P/B	10.8	8.6	6.8	5.4	4.3
EV/EBITDA	54.1	44.0	34.2	26.5	21.4

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘娇：海外消费品行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。