

审慎增持 (维持)

0700.HK 腾讯控股

港股通 (沪、深)

目标价: 399.8 港元

现价: 327.4 港元

预期升幅: 22.12%

Fintech 贡献日益彰显

2019年11月14日

市场数据

日期	2019-11-13
收盘价(港元)	327.4
总股本(亿股)	95.55
总市值(亿港元)	31,283
股东净资产(亿元)	4,415
总资产(亿元)	8,562
每股净资产(元)	40.83

数据来源: Wind

相关报告

腾讯控股(0700.HK)_腾讯:移动互联网之王,行业整体高速增长——估值步入安全领域,游戏只是“六种武器”之一-20181028

腾讯控股(0700.HK)-1Q19点评-广告承压,看好未来游戏复苏-20190516

腾讯控股(0700.HK)-2Q19点评-游戏恢复景气,广告放缓,To B增长强劲-20190815

腾讯控股(0700.HK)-3Q19 preview-3Q19 前瞻:游戏继续强劲,媒体广告逆风-20191108

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090169

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	312,694	373,216	461,100	553,700
同比增长	31.5%	19.4%	23.5%	20.1%
NonGAAP 归母净利润(百万元)	77,469	95,608	117,758	143,754
同比增长	19.0%	23.4%	23.2%	22.1%
毛利率	45.5%	44.4%	43.5%	43.0%
NonGAAP 归母净利润率	24.8%	25.6%	25.5%	26.0%
净资产收益率	28.9%	21.3%	18.9%	18.3%
NonGAAP EPS(元)	8.43	10.09	12.43	15.17
每股经营现金流(元)	11.18	14.95	17.40	20.01

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **业绩增长符合我们预期, 低于市场预期。**公司 2019 年 3Q 总收入为 927 亿元人民币(单位下同), 同比增长 21%, 符合我们预期, 但低于 Bloomberg 一致预期约 1.7%。此外, 3Q18 美团点评 IPO 所得公允价值收益较高, 导致该类收益在 3Q19 下滑较明显, 因而使得归母净利润同比下滑 13% 至 203.82 亿, 而在 Non-GAAP 标准下, 公司归母净利润同比增长了 24% 至 244.1 亿。
- **游戏业务增长基本符合预期。**3Q 游戏收入(含抽成)为 358 亿元(YoY+12%), 其中手游因头部游戏表现强劲叠加海外新增收入导致该业务收入(含抽成)达到 243 亿元(YoY+25%); 端游收入下滑 7% 至 115 亿元, 基本符合预期。我们认为接下 3 个季度手游将继续强势, 预计增速均将超过 25%, 另外因《英雄联盟》的收入递延, 预计后几个季度端游将略有回暖。
- **金融科技及企业服务超预期, 营收占比逼近游戏。**金融科技及企业服务收入同比增长 36% 至人民币 229 亿元, 超我们预期约 3.5%, 收入占比环比提高 2 个 pcts 至 27.5%(游戏:29.4%), 此外云业务同比增长 80% 至 47 亿元。
- **广告: 媒体广告低于预期, 社交类广告增速加快。**3Q19, 网络广告收入同比仅增 13% 至 184 亿元, 符合我们预期。其中社交类广告因库存和曝光量增长使其收入同比增长 32% 至 147 亿, 高于预期; 媒体广告则因剧集递延, 导致该收入同比下滑高达 28% 至 37 亿元, 低于我们预期。我们预计媒体广告将继续承压, 预计 4Q 同比&环比继续下滑, 但社交类广告增速将维持 30% 左右的水平, 我们看好微信广告库存释放带来的加速变现。
- **投资建议: 目标价 399.8 港元, 维持“审慎增持”评级。**我们将 19/20 年收入微调至 3,732/4,611 亿元, Non-GAAP 归母净利润微调至 956/1,178 亿元, 基于 DCF 模型微调目标价至 399.8 港元(原目标价: 392.4 港元), 对应 19/20 年 Non-GAAP 35/28 倍 PE, 继续维持“审慎增持”评级。

风险提示: 政策监管风险; 游戏业务增速放缓; 广告业务不及预期; ROE、毛利率等指标下降; 组织架构调整不达预期; 腾讯系产品用户时长下降风险。



报告正文

事件: 腾讯控股 (0700.HK) 于 11 月 13 日发布 2019 年 3Q 业绩公告: 公司 2019 年 3Q 总收入为 927 亿元人民币 (单位下同), 同比增长 21%, 符合我们预期, 但低于 Bloomberg 一致预期约 1.7%。此外, 3Q18 美团点评 IPO 所得公允价值收益较高, 导致该类收益在 3Q19 下滑较明显, 因而使得归母净利润同比下滑 13% 至 203.82 亿, 净利率为 22% (3Q18:28%), 而在 Non-GAAP 标准下, 公司归母净利润同比增长了 24% 至 244.1 亿, Non-GAAP 归母净利润率为 26%, Non-GAAP EPS 为 2.58 元; 自由现金流 377 亿, 同比增长 36%; 微信和 WeChat 的合并月活跃账户数在 3Q19 达到 11.51 亿, 同比增长 6%, QQ 的智能终端月活跃账户数达到 6.534 亿, 同比下滑 6%。

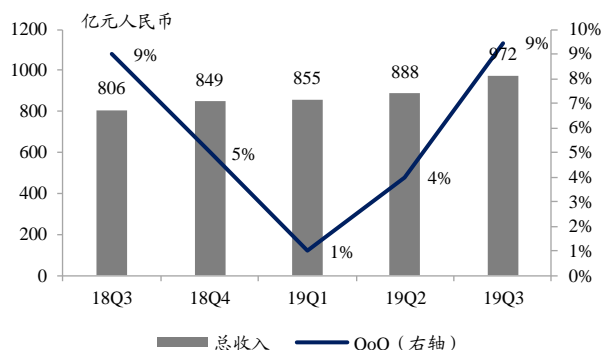
表1、腾讯 3Q19 兴与与实际预测差异

百万元人民币	3Q19A	3Q19E	Diff(A/E-1)
营业收入	97,236	97,509	-0.28%
增速	21%	21%	
营业成本	-54,757	-54,724	0.06%
毛利润	42,479	42,785	-0.72%
销售费用	-5,722	-5,168	
行政费用	-13,536	-13,651	
税前利润	24,314	26,699	-
Non-GAAP 经营利润	28,544	28,336	0.73%
Non-GAAP 归母净利润	24,412	24,992	-2.32%

资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

截止至 3Q19, 公司增值服务收入为 506.29 亿元, 同比增长 15%, 收入占比降至 52%; 金融科技及企业服务同比增长 36% 至 268 亿, 收入占比达 27.5%, 接近游戏占比; 网络广告同比增长 13% 至 184 亿, 收入占比达 18.9%; 其他业务收入为 14.83 亿, 收入占比为 1.53%。公司手游 (包含手游抽成) + 端游收入在 3Q 达到 358 亿, 收入占比降至 34.47% (3Q19:39.6%)。

图1、2018Q3-2019Q3 腾讯收入及环比增速



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2018Q3-2019Q3 腾讯分部收入占比

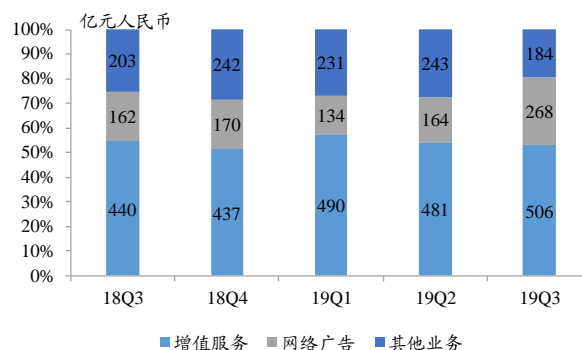
资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理
注释: 为对比方便, 此“其他业务”为还原原报表科目

表2、3Q18-3Q19 各分部收入占比

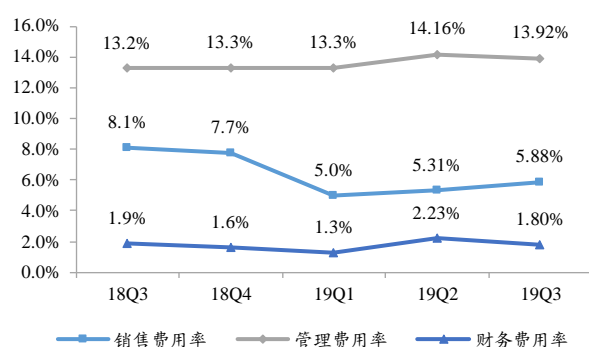
	2018 Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
增值服务	54.65%	51.42%	57.30%	54.13%	52.07%
网络游戏收入	32.03%	28.50%	33.36%	30.74%	29.42%
端游收入	15.39%	13.19%	16.15%	13.17%	11.83%
手游收入	16.64%	15.31%	17.22%	17.57%	17.59%
包含手游抽成的手游占比	24.20%	22.38%	24.81%	24.99%	24.99%
网络游戏(包含社交手游抽成)的占比	39.58%	35.57%	40.95%	38.17%	36.82%
社交网络收入	22.63%	22.91%	23.94%	23.39%	22.65%
金融科技及企业服务	-	25.67%	25.50%	25.77%	27.52%
网络广告	20.16%	20.06%	15.65%	18.47%	18.89%
媒体广告	6.32%	6.11%	4.07%	4.95%	3.75%
社交及其他广告	13.84%	13.95%	11.58%	13.52%	15.13%
其他(原报表)	25.19%	28.52%	27.04%	27.39%	29.05%
其他(现报表)			1.55%	1.63%	1.53%

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

运营成本缩减, 费用率下滑, 基本符合预期。3Q19, 公司销售+行政费率同比下降了约 1 个百分点, 主要由于调减 ROI 低的广告开支所致, 销售费用率由 3Q18 的 8.16% 下降至 5.88%, 一般及行政费用率为 13.92%, 基本保持稳定。

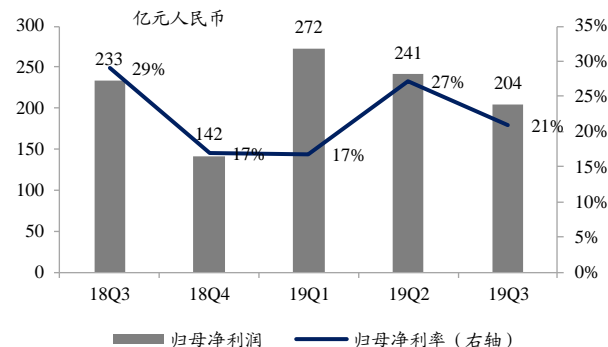
由于美团点评 IPO 的公允价值变动归母净利润低于预期, 而 Non-GAAP 增长较超预期。2019Q3, 公司毛利为 424.79 亿元, 同比增长 20%, 环比增长 9%。公司归母净利润同比下滑 13% 至 203.82 亿, 净利率为 22% (3Q18:28%), 而在 Non-GAAP 标准下, 公司归母净利润同比增长了 24% 至 244.1 亿, 略超我们预期约 1%, Non-GAAP 归母净利率为 26%, Non-GAAP EPS 为 2.58 元; 主要由于 3Q18 美团点评 IPO 所得公允价值收益、投资减值等收益较高导致。

图3、2018Q3-2019Q3 腾讯三费情况



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2018Q3-2019Q3 腾讯归母净利润及净利率



资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

一、游戏业务: 手游强势增长, 递延收入将支撑后续增长

游戏业务增长基本符合预期。3Q 游戏收入(含抽成)为 358 亿元(YoY+12%), 其中手游因头部游戏表现强劲叠加海外新增收入导致该业务收入(含抽成)达到 243 亿元(YoY+25%); 端游收入下滑 7% 至 115 亿元, 基本符合预期。我们认为接下 3 个

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

季度手游将继续强势，预计增速均将超过 25%，另外因《英雄联盟》的收入递延，预计后几个季度端游将略有回暖。

图5、腾讯手游收入及同比增速

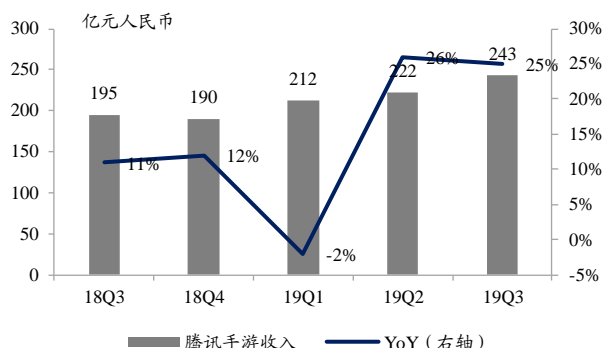
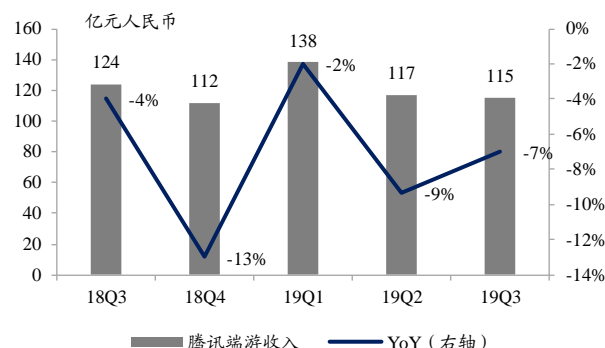


图6、腾讯端游收入及同比增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

行业情况：3Q19 同比增长 10%，腾讯发行市占率达 55.8%。据伽马数据披露，2019 年 3 季度，中国游戏产业销售收入达 592.1 亿元，同比增长 10% 其中中国移动游戏市场实际销售收入 383.8 亿元，同比增长近 8%，我们认为随着 Q4 较健康的 pipeline，Q4 的游戏市场也将取得良好增长。此外，3Q19，在 TOP 50 收入的手游中，有 55.8% 有腾讯游戏发行，此外，腾讯游戏的研发份额也达到了 34.7%，均远高于第二。

图7、3Q18-3Q19 中国游戏市场实际销售收入

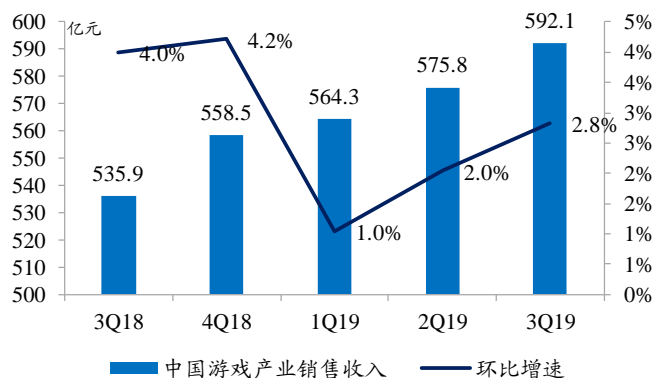
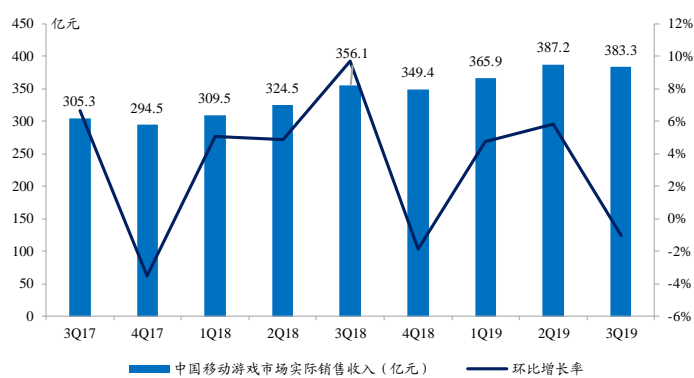


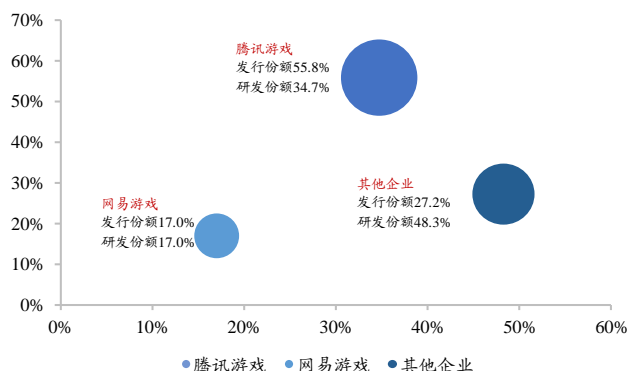
图8、3Q17-3Q19 中国手游市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

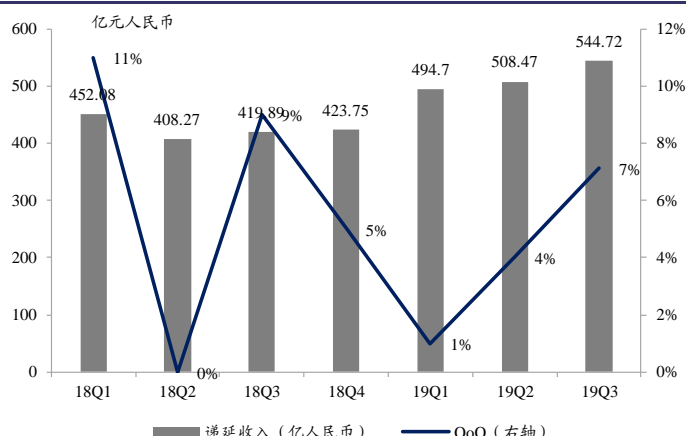
资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、3Q19 流水 Top 50 手游市场份额分布



资料来源：伽马数据，兴业证券经济与金融研究院整理

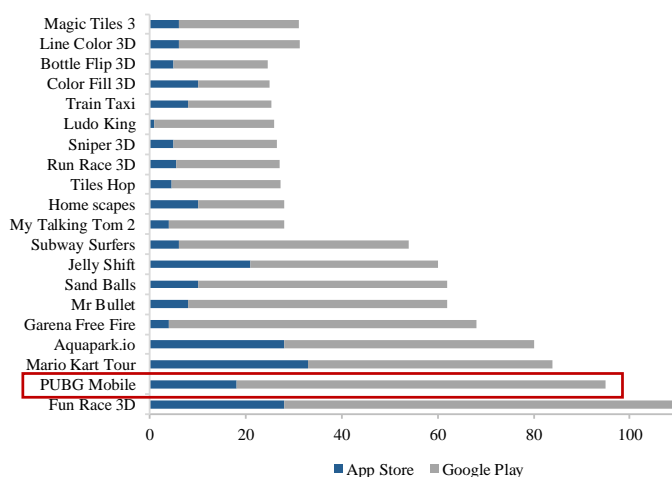
图10、3Q17-3Q19 公司递延收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

出海进展顺利。据 Sensor Tower 数据,《PUBG Mobile》由 3 月开始发行,截止至 10 月底,在海外的 AppStore 以及 Google Play 总流水已经超过 1 亿美元,海外地区累计下载达 2.25 亿次。其中 Q3 的海外流水达到 6,600 万美元,位列全球所有移动应用季度收入排行榜第 37 名。此外,由腾讯代理的《使命召唤手游》首周下载量破亿,其在 82 个国家和地区 Google Play 成为手游下载榜冠军,据 Sensor Tower 数据,9 月 29 日发行的 Garena 版本在 2 天时间就拿下了当月下载榜第 5 名,并且在首周营收达到 1,770 万美元,超过所有 FPS 手游的同期表现,此外在 10 月《使命召唤手游》收入排名第二,10 月份实现营收 5470 万美元。

图11、3Q19 全球手游在 AppStore 以及 Google Play 的下载量(百万次)



资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2019 年 9-10 月出海游戏下载量排行榜

排名	9 月	10 月
1	PUBG Mobile	使命召唤手游
2	数字填色	PUBG Mobile
3	无尽对决	数字填色
4	解锁球	无尽对决
5	使命召唤手游	Brain Out
6	台球城	台球城
7	Granny Legend	解锁球
8	消消庄园	Block puzzle jewel
9	弓箭传说	Pickup.io
10	Block puzzle jewel	奇妙庄园

资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、2019年4-10月出海游戏收入排行榜

排名	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
1	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	万国觉醒
2	王国纪元	荒野行动	荒野行动	荒野行动	荒野行动	万国觉醒	使命召唤
3	荒野行动	王国纪元	王国纪元	万国觉醒	万国觉醒	荒野行动	PUBG Mobile
4	万国觉醒	万国觉醒	万国觉醒	王国纪元	AFK Arena	火枪纪元	荒野行动
5	火枪纪元	火枪纪元	火枪纪元	梦幻模拟战	黑道风云	王国纪元	火枪纪元
6	黑道风云	黑道风云	黑道风云	火枪纪元	火枪纪元	AFK Arena	王国纪元
7	末日孤城	阿瓦隆之王	梦幻模拟战	黑道风云	王国纪元	黑道风云	黑道风云
8	阿瓦隆之王	无尽对决	消消庄园	消消庄园	无尽对决	风之大陆	剑与远征
9	Be The King	末日孤城	阿瓦隆之王	阿瓦隆之王	风之大陆	守望黎明	守望黎明
10	梦幻模拟战	风之大陆	AFK Arena	无尽对决	消消庄园	阿瓦隆之王	阿瓦隆之王

资料来源: SensorTower, 兴业证券经济与金融研究院整理

表4、版本号恢复以来腾讯获版号情况

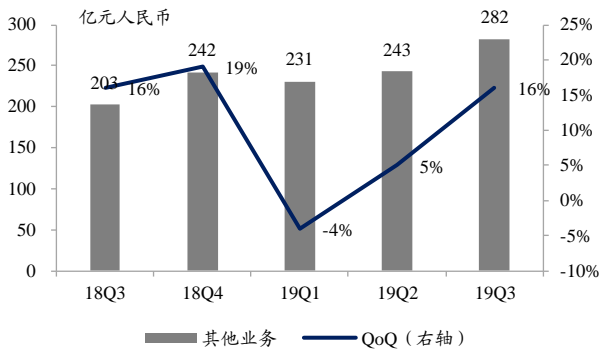
游戏名称	游戏类型	平台	获版号时间	自研代理
折扇	教育	手游	1.24	代理
榫接卯和	教育	手游	1.24	代理
完美世界	MMORPG	手游	1.24	代理
浪漫玫瑰园	模拟经营	手游	1.29	自研
龙族幻想	RPG	手游	2.28	代理
银河掠夺者	RTS	手游	2.28	自研
执剑之刻	卡牌	手游	3.14	代理
权力的游戏凛冬将至	SLG	手游	3.29	代理
冠军盛典	MOBA	端游	3.29	自研
寻仙2	MMORPG	端游	3.8	自研
和平精英	FPS	手游	4.1	自研
艾兰岛	沙盒	端游	5.13	自研
星途	RPG	手游	6.6	自研
一人之下	3D 动作	手游	6.6	自研
火箭联盟	竞技对战	端游	7.19	代理
王牌战士	射击	手游	7.19	自研
蜡烛人	3D 平台跳跃	手游	7.29	代理
长空暗影	FPS	手游	8.19	自研
纸境奇缘	冒险	端游	8.28	代理
战场女武神	RPG	端游	8.28	自研
狐妖小红娘	MMORPG	手游	8.8	自研
足球在线4	足球	端游	8.8	自研
注	模拟经营	手游	9.18	自研
斗破苍穹: 异火重燃	动作	手游	9.20	自研
腾讯雪鹰领主	MMORPG	手游	9.20	自研
见	RPG	手游	9.29	自研
维恩的最后零件	解密	手游	9.5	自研
末剑二	FTG	手游	10.12	自研
家国梦	模拟经营	手游	10.12	自研
猎人	RPG	手游	10.25	代理
新超级马力欧兄弟 U	平台跳跃	switch	10.25	代理
仙剑奇侠传4	RPG	手游	10.25	代理

资料来源: 原国家新闻出版广电总局官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

二、金融科技贡献日益彰显

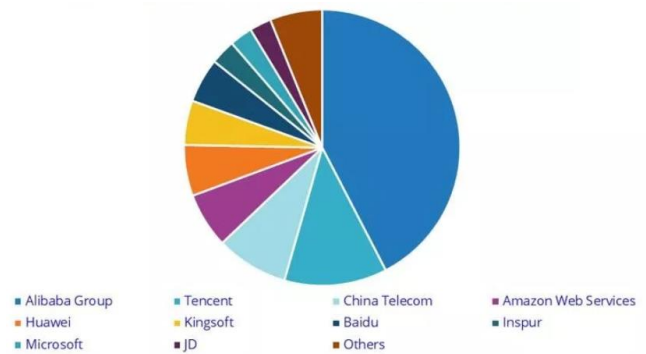
金融科技及企业服务超预期，营收占比逼近游戏。金融科技及企业服务收入同比增长 36% 至人民币 229 亿元，超我们预期约 3.5%，收入占比环比提高 2 个 pcts 至 27.5% (游戏:29.4%)，此外云业务同比增长 80% 至 47 亿元，而阿里云增速为 50%。此外，小程序日活跃用户超过 3 亿。另外，由于用户忠诚度的提高，越来越多的用户资金通过腾讯金融生态系统，金融科技及企业服务的毛利率较超预期，在 3Q 达到了 27.7%，环比提升近 4 个百分点，我们看好未来盈利能力进一步增强，预计未来将成为除游戏以外的第二大“现金牛”。

图13、原“其他”业务收入及增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理
注释：为对比方便，此“其他业务”为还原原报表科目

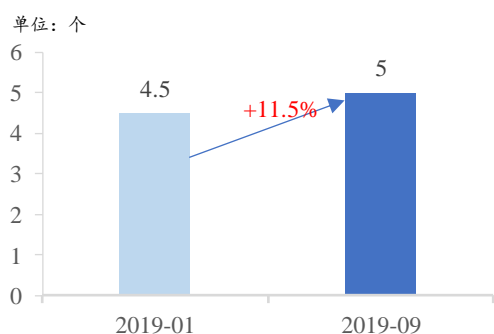
图14、19Q2 中国公有云市场 IaaS 市场份额



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

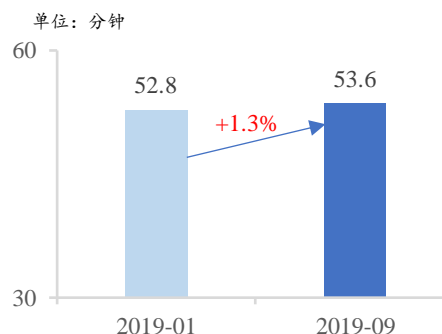
- **支付生态系统日益蓬勃。**日活跃用户数、人均用户交易量、活跃商户数等均有所增加，促进了商业支付交易笔数（尤其是线下支付）及交易金额的强劲增长，目前，腾讯支付笔数约为阿里的 2 倍。同时，在财富管理方面，理财通用户数同比实现翻倍。
- **小程序持续更新迭代。**1) 打通 PC 端实现多场景应用。今年 3 季度，微信开发者工具新增支持在微信 PC 版中预览小程序。2) QQ 小程序打通微信分享；3) 微信和三星系统级合作，推出“负一屏”卡片和“微信小程序侧屏”两个进入小程序的快捷功能。
- **微信小程序生态日均壮大。**截止至今年 3 季度，小程序日活跃用户超过 3 亿。同时，据 Questmobile 披露，月均使用时长增长至 53.6 分钟。

图15、月均使用微信小程序行业类型



资料来源: QuestMobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

图16、微信小程序月均使用时长



资料来源: QuestMobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

表5、小程序行业数据对比

	日活	月活	服务商数量	覆盖行业
微信小程序	3 亿	6.2 亿	8200 家	200+
支付宝小程序	日活	累计用户数	淘宝小程序用户规模	小程序数量
	2.3 亿	6.4 亿	1 亿	20 万+
百度小程序	月活	开发者	开源联盟成员	小程序数量
	1.8 亿	8 万	24 个	10 万+
快应用	覆盖设备	月活	打开次数	桌面图标留存
	10 亿	2 亿	20 亿	1 亿

资料来源: 阿拉丁指数, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **腾讯云收入同比大增 80%至 47 亿元。** 主要由于现有客户增加使用量, 以及教育、金融、民生服务及零售业等的客户基础扩大。例如, 腾讯云获得深圳罗湖区智慧教育云平台的营运合约, 这是中国教育垂直领域的最大型纯软件项目。此外公司的智慧行业解决方案亦增长迅速, 尤其是智慧零售项目。此外, 腾讯云将小程序的各种垂直功能在技术层面已经实施标准化, 目前“小程序·云开发”已有 23 万+账户, 50 万+服务开发者。

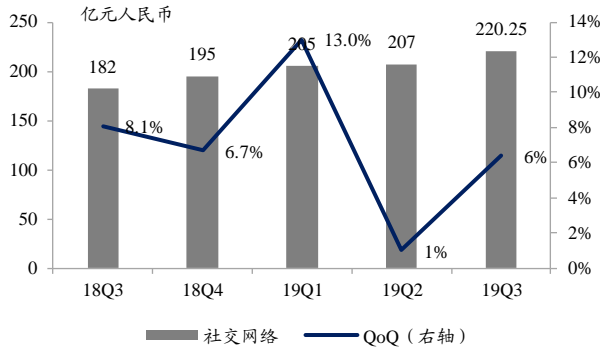
三、媒体广告如预期下滑较大, 社交广告增长符合预期

媒体广告低于预期, 社交类广告增速加快。3Q19, 网络广告收入同比仅增 13%至 184 亿元, 符合我们预期。其中社交类广告因库存和曝光量增长使其收入同比增长 32%至 147 亿, 高于我们预期; 媒体广告则因剧集递延, 导致该收入同比下滑高达 28%至 37 亿元, 低于我们预期。我们预计媒体广告将继续承压, 预计 4Q 同比&环比继续下滑, 但社交类广告增速将维持 30%左右的水平, 我们看好微信广告库存释放带来的加速变现。

四、数字内容: 视频订阅破亿, 音乐付费用户增长超预期

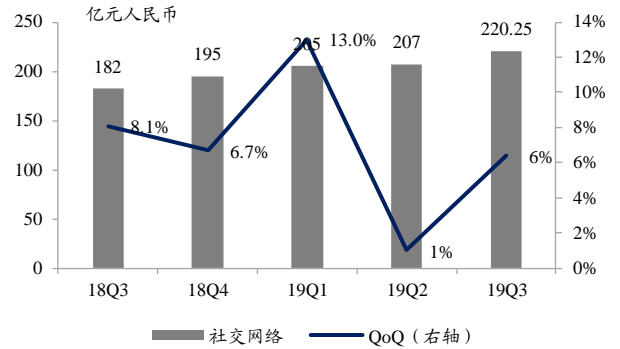
公司 3Q 社交网络营收 220.25 亿元, 同比增长 21%。收费增值服务订购账户数同比增长 11%至 1.706 亿, 其中腾讯视频订购账户数同比增长 22%至 1.002 亿, 首次破亿。在音乐领域, 公司付费曲库规模扩大, 促进音乐订购账户数同比增长 42%至 3,540 万。

图17、腾讯社交网络收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、腾讯收费增值服务账户数



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **腾讯视频：订阅用户破亿，但因剧集延后，订购用户增速略有放缓。**据QuestMobile披露，2019年8月，腾讯视频MAU达5.83亿（爱奇艺：6亿），订阅用户上，腾讯视频实现同比增长22%的增长，达到1亿的订阅用户，因热门剧集延后播映影响，视频订购账户数增长有所放缓。

图19、2018年8月移动视频行业典型应用全景流量用户规模



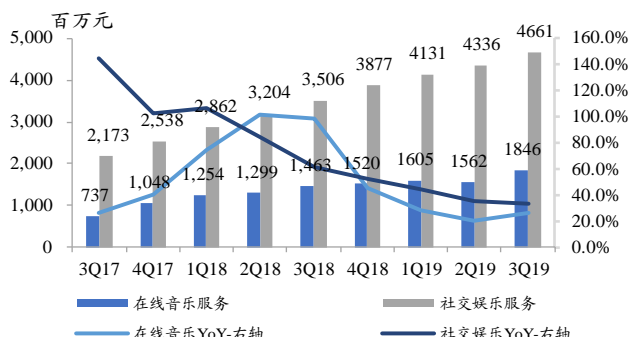
资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

- **腾讯音乐：盈利能力超预期，在线音乐MPU增长创3年新高**

1) 2019Q3，腾讯音乐总营收达65亿元，同比增长31%，环比增速保持一致。在线音乐服务收入达18.46亿元，占比略有上升（本期28.4%，前值26.5%），同比增长26.2%，其中会员订阅收入达9.42亿元（yoy: 48.3%），其他收入达9.04亿元（yoy: 9.18%）；社交娱乐服务收入达46.6亿元，同比增长32.9%，环比增长7.5%。3) 销售+管理费用率共计19.0%；4) 毛利率为34.0%，环比上升1.1个百分点，Non-IFRS归母净利润达12.3亿元，Non-IFRS归母净利率为19.0%，Non-IFRS

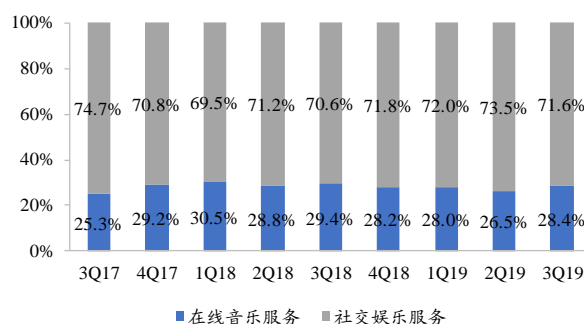
Per ADS 为 0.74 元，盈利能力高于 Bloomberg 一致预期。5) 经营性现金流净额为 13.5 亿元，现金及现金等价物和定期存款余额合计为 211.4 亿元。

图20、3Q17-3Q19 腾讯音乐收入分部及增长率



资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、3Q17-3Q19 年腾讯音乐在线音乐服务拆分

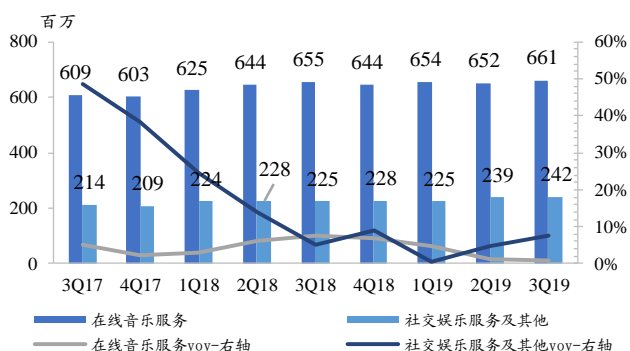


资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

1) 在线音乐付费用户稳居全球 Top 3，增长创近 3 年新高，付费率继续强势提升。

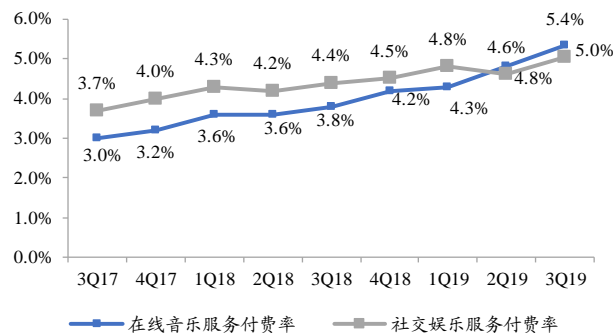
2019Q3，在线音乐业务 MAU 达 6.61 亿 (YoY +0.9%)，付费用户达 3540 万，同比增长高达 42.2%，付费率提升至 5.4%，环比上升 0.6 pcts；在线音乐月度 ARPPU 为 8.9 元 (YoY +4.7%)，此外，而社交娱乐服务付费用户数量也同比增长 23.2% 至 1.22 亿，ARPPU 同比增长 7.4% 至 127.3 元，目前，腾讯音乐总付费用户数仅次于 Spotify、Apple Music，位居全球第三。

图22、1Q17-2Q19 年腾讯音乐分部业务 MAU



资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、1Q1-2Q19 腾讯音乐分部业务付费率



资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 内容扩充、社群针对助力企业运营。1) TME 与国内数百所大学和高等教育机构建立合作，扩大了这些年轻用户群体的网络渗透率，并针对大学生推出暑期订阅促销；2) 丰富形式，添加有声读物和播客，如音频、脱口秀、历史和人文讲座等长格式音频；9 月有声读物用户在平台上花费的平均每日时间比音乐用户高出 50% 以上。3) 增加 Urban、EDM、ACG 等曲风，与中国最大的中国古代音乐品牌 Total Media Niemann 签署了战略合作协议。

五、投资建议：微调目标价至 399.8 港元，维持“审慎增持”评级。

我们使用 DCF 模型对公司股票进行重新估值，DCF 模型反馈了盈利预测的下调，(WACC=10%，Perpetual g=2%)，根据计算，腾讯剔除投资部分的 FCF 折现计算的总股本价值为 2.6 万亿元人民币，并且按照腾讯投资对应资产给定 1.5 倍 PB，

并对贡献负现金流的腾讯视频及腾讯云做了估值，加总股价为 399.8 港币。

表6、FCFF 测算(单位: 人民币千元)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT (剔除腾讯投资收益)	49,904,000	66,222,000	76,365,000	94,192,259	112,188,213	129,407,301
所得税率	-19.74%	-17.85%	-15.33%	-15.50%	-15.50%	-15.50%
息税前利润(NOPLAT)	40,053,662	54,403,158	64,657,953	79,592,459	94,799,040	109,349,169
加: 按股权结算的股份酬金开支	4,313,000	6,137,000	7,869,000	9,985,080	10,983,588	11,532,767
加: 折旧与摊销	12,646,000	23,502,000	34,248,000	51,402,140	58,271,293	65,040,024
营业现金毛流量	57,012,662	84,042,158	106,774,953	140,979,679	164,053,921	185,921,961
减: 追加营运资本	43,466,000	-21,811,000	-14,239,000	-5,935,544	-10,357,225	-7,867,393
经营现金净流量	13,546,662	105,853,158	121,013,953	146,915,223	174,411,147	193,789,354
减: 资本支出	12,100,000	12,768,000	23,941,000	34,714,450	43,393,063	52,071,675
FCFF	1,446,662	93,085,158	97,072,953	112,200,773	131,018,084	141,717,679

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院预测

表7、DCF 估值

FCFF 估值	现金流折现值(千)	价值百分比
第一阶段	259,852,337	7.88%
第二阶段	1,118,892,086	33.95%
第三阶段(终值)	1,147,390,507	34.81%
企业价值 AEV	2,526,134,931	76.65%
- 净债务	111,157,000	-3.37%
- 少数股东权益	35,133,889	-1.07%
+ 现金	217,334,191	6.59%
总股本价值	2,597,178,233	
加腾讯投资的价值	618,585,000	18.77%
加腾讯视频的价值	50,000,000	1.52%
加腾讯云的价值	30,000,000	0.91%
增值总股本价值	3,295,763,233	100%
股数(千股)	9,475,000	
每股价值(元)	347.84	
每股价值(港元)	399.8	

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院预测

表8、利润表年度预测表(单位: 人民币百万元)

	2016	2017	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	151,938	237,760	312,694	373,216	461,100	553,700
增速	47.71%	56.48%	31.52%	19.36%	23.55%	20.08%
营业成本	-67,439	-120,835	-170,574	-207,371	-260,546	-315,768
毛利润	84,499	116,925	142,120	165,846	200,554	237,933
增速	38.00%	38.37%	21.55%	16.69%	20.93%	18.64%
利息收入	2,619	3,940	4,569	6,397	8,955	12,090
销售费用	-12,136	-17,652	-24,233	-20,379	-26,673	-33,222
占收入比重	-7.99%	-7.42%	-7.75%	-5.46%	-5.78%	-6.00%
行政费用	-22,459	-33,051	-41,522	-51,274	-61,693	-75,303
占收入比重	-14.78%	-13.90%	-13.28%	-13.74%	-13.38%	-13.60%
EBIT	56,117	90,302	97,648	118,575	134,896	158,066
财务成本净额	-1,955	-2,908	-4,669	-6,300	-6,804	-1,303
对联营企业和合营企业的投资收益	-2,522	821	1,487	1,857	2,206	2,566
税前利润	51,640	88,215	94,466	114,131	130,298	159,329

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

所得税	-10193	-15744	-14,482	-15,465	-20,206	-24,696
净利润	41,447	72,471	79,984	98,666	110,092	134,633
增速	42.39%	74.85%	10.37%	23.36%	11.58%	22.29%
Non-GAAP 归母净利润	45,991	66,404	80,292	98,565	121,760	147,206
增速	39.99%	44.38%	20.91%	22.76%	23.53%	20.90%
归母净利润	41,095	71,510	78,719	94,254	106,851	129,921
增速	42.66%	74.01%	10.08%	19.73%	13.37%	21.59%
Non-GAAP 归母净利润	45,420	65,126	77,469	95,608	117,758	143,754
增速	40.14%	43.39%	18.95%	23.41%	23.17%	22.08%
少数股东损益	352	961	1,265	4,413	3,241	4,712

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

表9、利润表季度预测表(单位: 人民币百万元)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入	85,465	88,821	97,236	101,694	103,828	108,904	120,646	127,721
营业成本	-45,645	-49,695	-54,757	-57,274	-58,397	-61,412	-68,166	-72,571
毛利润	39,820	39,126	42,479	44,421	45,431	47,492	52,481	55,150
销售费用	-4,244	-4,718	-5,722	-5,695	-6,022	-5,990	-6,997	-7,663
占收入比重	-5.0%	-5.3%	-5.9%	-5.6%	-5.8%	-5.5%	-5.8%	-6.0%
行政费用	-11,331	-12,577	-13,536	-13,830	-13,809	-14,375	-16,649	-16,859
占收入比重	-13.3%	-14.2%	-13.9%	-13.6%	-13.3%	-13.2%	-13.8%	-13.2%
EBIT	36,742	27,521	25,827	28,485	35,233	33,449	32,016	34,199
财务成本净额	-1,117	-1,982	-1,747	-1,454	-1,206	-2,141	-1,852	-1,542
税前利润	32,668	27,909	24,314	27,264	34,578	31,860	30,716	33,209
所得税	-4,812	-3,225	-3,338	-4,090	-5,360	-4,938	-4,761	-5,147
净利润	27,856	24,684	20,976	23,175	29,218	26,922	25,955	28,061
归母净利润	27,210	24,136	20,382	22,526	28,342	26,114	25,176	27,220
少数股东损益	646	548	594	649	877	808	779	842
Non-GAAP 经营利润	28,470	27,281	28,544	29,652	34,392	33,390	33,914	35,366
Non-GAAP 净利润	21,673	24,191	25,210	26,696	30,488	28,650	30,807	31,815
Non-GAAP 归母净利润	20,930	23,525	24,412	25,969	29,471	27,698	29,706	30,883

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

投资建议: 目标价 399.8 港元, 维持“审慎增持”评级。我们将 19/20 年收入微调至 3,732/4,611 亿元, Non-GAAP 归母净利润微调至 956/1,178 亿元, 基于 DCF 模型微调目标价至 399.8 港元(原目标价: 392.4 港元), 对应 19/20 年 Non-GAAP 35/28 倍 PE, 继续维持“审慎增持”评级。

风险提示:

- 1、政策监管风险;
- 2、游戏业务增速放缓。公司龙头游戏流水下降风险, 新游戏流水表现不达预期风险, 网游变现节奏放缓风险;
- 3、广告业务不及预期风险;
- 4、ROE、毛利率等财务指标下降风险;
- 5、组织架构调整不达预期;
- 6、腾讯系产品用户时长下降风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
流动资产	217,080	283,044	370,777	484,835
存货	324	394	495	600
应收账款合计	46,920	58,801	74,101	90,762
货币资金	97,814	151,826	224,159	321,451
其他流动资产	72,022	72,022	72,022	72,022
非流动资产	506,441	574,926	665,413	759,043
物业、厂房及设备	35,091	44,531	52,674	59,806
在建工程	4,879	3,879	3,879	3,879
投资物业	725	755	785	815
土地使用权	7,106	8,924	10,705	12,451
无形资产	56,650	57,990	64,794	71,876
于联营及合营公司的投资	227,790	274,647	322,853	372,419
可供出售金融资产	135,221	145,221	170,743	198,817
应收账款合计	38,979	38,979	38,979	38,979
资产总计	723,521	857,969	1,036,189	1,243,877
流动负债	202,435	228,322	264,079	298,713
应付账款	107,047	124,934	150,691	175,325
短期借款	26,834	34,834	44,834	54,834
其他流动负债	68,554	68,554	68,554	68,554
非流动负债	164,879	174,879	189,879	209,879
长期借款	87,437	97,437	112,437	132,437
其他非流动负债	77,442	77,442	77,442	77,442
负债合计	367,314	403,201	453,958	508,592
本公司权益持有人应占权益	323,510	419,634	542,698	690,408
股本及股本溢价	27,294	27,294	27,294	27,294
股份奖励计划所持股份	-4,173	-4,173	-4,173	-4,173
储备	729	729	2,514	2,861
保留盈利	299,660	395,784	517,064	664,426
少数股东权益	32,697	35,134	39,533	44,877
总权益	356,207	454,768	582,231	735,286
负债及权益合计	723,521	857,969	1,036,189	1,243,877

现金流量表

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
税前利润	94,466	112,155	130,362	159,329
折旧和摊销	34,248	51,402	58,271	65,040
财务费用	4,669	6,300	6,804	1,303
营运资金的变动	-10,302	-11,881	-15,299	-16,661
其他	-16,638	-16,332	-15,285	-21,162
经营活动产生现金流量	106,443	141,644	164,854	187,849
投资活动产生现金流量	-151,913	-97,518	-108,322	-109,371
融资活动产生现金流量	35,380	9,885	15,801	18,815
现金净变动	-10,090	54,012	72,333	97,292
现金的期初余额	105,697	97,814	151,826	224,159
现金的期末余额	97,814	151,826	224,159	321,451

利润表

单位:百万元

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	312,694	373,216	461,100	553,700
营业成本	170,574	207,371	260,546	315,768
毛利	142,120	165,846	200,554	237,933
利息收入	4,569	6,397	8,955	12,090
其它收益净额	16,714	14,116	13,753	16,569
销售费用	24,233	20,379	26,673	33,222
行政费用	-41,522	-51,274	-61,693	-75,303
经营利润	97,648	118,575	134,896	158,066
融资成本	-4,669	-6,300	-6,804	-1,303
占联营/合营公司损益	1,487	1,857	2,206	2,566
税前盈利	94,466	112,155	130,362	159,329
所得税	14,482	15,465	20,206	24,696
净利润	79,984	96,691	110,156	134,633
少数股东损益	1,265	2,437	3,305	4,712
归母净利润	78,719	94,254	106,851	129,921
Non-GAAP归母净利润	77,469	95,608	117,758	143,754
EPS(元)	8.27	9.95	11.28	13.71
Non-GAAP EPS(元)	8.43	10.09	12.43	15.17

主要财务比率

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	31.5%	19.4%	23.5%	20.1%
毛利润增长率	21.5%	16.7%	20.9%	18.6%
净利润增长率	10.4%	20.9%	13.9%	22.2%
归母净利润增长率	10.1%	19.7%	13.4%	21.6%
盈利能力(%)				
毛利率	45.5%	44.4%	43.5%	43.0%
Non-GAAP净利率	25.7%	26.4%	26.4%	26.6%
Non-GAAP归母净利润率	24.8%	25.6%	25.5%	26.0%
ROE	28.9%	21.3%	18.9%	18.3%
ROA	11.1%	11.3%	10.6%	10.8%
偿债能力				
净资产负债率	103.1%	88.7%	78.0%	69.2%
资产负债率	50.8%	47.0%	43.8%	40.9%
流动比率	1.07	1.24	1.40	1.62
速动比率	1.07	1.24	1.40	1.62
营运能力				
资产周转率	43.2%	43.5%	44.5%	44.5%
应收帐款周转率	0.15	0.16	0.16	0.16
每股资料(元)				
Non-GAAP每股收益	8.4	10.1	12.4	15.2
每股收益	8.3	9.9	11.3	13.7
每股净资产	34.0	44.3	57.3	72.9
估值比率(倍)				
PE(Non-GAAP)	33.8	28.2	22.9	18.8
PB	8.4	6.4	5.0	3.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。