

腾讯控股 (00700)

游戏呈现复苏，金融科技成收入增长新引擎 买入（维持）

2019年11月14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)	312694	372696	449604	541388
同比 (%)	22.6%	19.2%	20.6%	20.4%
归母净利润 (百万元)	77469	92653	115926	144720
同比 (%)	31.9%	19.6%	25.1%	24.8%
每股收益 (元/股)	8.1	9.7	12.1	15.2
P/E (倍)	36.08	30.27	24.19	19.38

投资要点:

- **事件:** 公司 19Q3 实现营业收入 972.36 亿元 (+21% yoy); Non-GAAP 净利润 244.12 亿元 (+24% yoy)。收入结构方面: 19Q3 增值服务, 广告, 金融支付科技三大业务占比分别为 52%, 19%, 27.5%, 其中金融科技业务占比由去年同期 24.4% 提升至 27.5%, 有望逐步成为公司收入增长新引擎。
- **游戏:《和平精英》带动手游服务, 海外表现亮眼。** 腾讯游戏 19Q3 收入为 286.04 亿元, 同比增长 11%, 该季度 PC 游戏收入为 115 亿元 (yoy - 7.3%), 手机游戏收入 243 亿元 (yoy +26%)。19 年 5 月上线的《和平精英》贡献整季度流水收入, 同时通过夏季活动更新带动用户活跃度提升。据伽马数据统计, 19Q3 国内整体手游市场规模约 383.8 亿, 同比增长 7%, 环比下降 0.9%, 腾讯手游占比高达 75%, 带动整体市场回暖。递延收入方面, 截至 2019Q3, 公司流动负债中递延收入达 544.72 亿元, Q3 净增加额 36.25 亿元, 《和平精英》目前仍处于确认递延收入初期, 未来将持续提升收入贡献。海外方面, 《PUBG MOBILE》月活跃账户数同比增长 100%, 19Q3 合计下载量超过 8000 万次; 同时, 《使命召唤手游》大获成功, 据 Sensor Tower 统计, 该游戏 19 年 10 月下载量高达 1.46 亿次。
- **广告: 排播因素使腾讯广告承压, 19Q4 将迎来复苏。** Q3 腾讯广告收入提升的主要驱动力来自于社交广告增长, 社交产品广告库存及曝光量提升, 我们认为腾讯旗下微信和增值服务产品在用户流量方面具有领先优势, 截至 2019Q3, 微信 MAU 达 11.51 亿, 同比增长 6%; 增值服务注册账户数持续提升至 1.706 亿, 同比增长 11%, 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; 同时, Q3 媒体广告受视频剧集排播影响较大, Q4 将回暖。
- **金融科技业务: 收入增长新引擎。** 19Q3 金融科技及企业服务实现营收 267.58 亿元, 同比增长 36%。云业务收入同比增长 80% 至 47 亿元, 单季度收入水平就已超越 2018 年 50% 营收体量 (18 年云业务收入 91 亿元); 同时, 金融科技服务实现收入 220.6 亿元, 同比增长 29.3% 未来毛利率也会相应提高, 19Q3 毛利率 27.73%, 相对于二季度环比提高 3.71 个百分点, 未来金融业务将持续成为收入增长的核心动力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 19-21 年公司收入为 3727 亿/4496 亿/5414 亿; Non-GAAP 归母净利润 927 亿/1159 亿/1447 亿, 对应 Non-GAAP EPS 为 9.7/12.1/15.2 元, 对应 PE 为 30/24/19 倍, 予以 20 年 30 倍 PE, 目标价 405 港元, 维持“买入”评级。(首页盈利预测以 Non-GAAP 净利润为准) (汇率: 1 元=1.1152 港元)
- **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)	327.40
一年最低/最高价	276.2/399.3
市净率(倍)	7.74
港股流通市值(百万港元)	3127413.2

基础数据

每股净资产(元)	42.29
资产负债率(%)	48.43
总股本(百万股)	9552.27
流通股本(百万股)	9552.27

相关研究

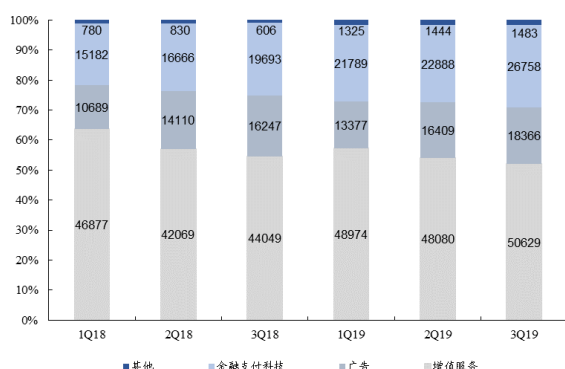
- 1、《腾讯控股 (00700): 新游戏带动手游回暖, 金融科技蓄势待发》2019-08-16
- 2、《腾讯控股 (00700): 游戏曙光再现, To B 业务快速发展》2019-05-16
- 3、《腾讯控股 (00700): 2018 财报点评: 发力云端, 多元化发展趋势已现》2019-03-22

1. 财务分析

腾讯控股发布 19Q3 财报，公司该季度实现营业收入 972.36 亿元 (+ 21% yoy); Non-GAAP 净利润 244.12 亿元 (+ 24% yoy)。

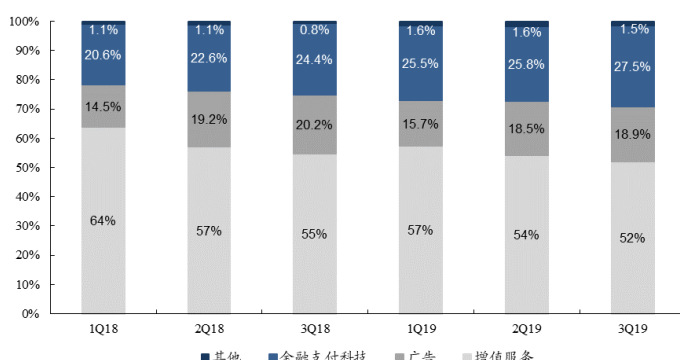
收入结构方面：19Q3 增值服务，广告，金融支付科技三大业务占比分别为 52%，19%，27.5%，其中金融科技业务占比提升显著，有望逐步成为公司收入增长新引擎。

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

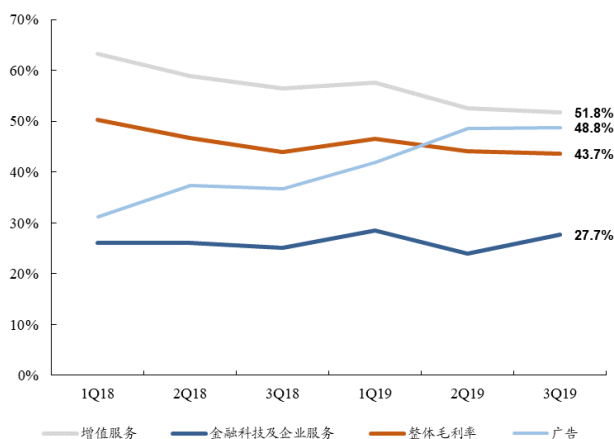
毛利方面：19Q3 整体公司毛利率为 43.7% (YoY -0.3 pct, QoQ -0.4 pct)，主要由于该季度加大内容成本投入，游戏渠道成本增加以及金融科技业务成本增加所致。

- 增值服务毛利率 51.8% (YoY - 4.7pct, QoQ -0.8pct)，主要受游戏渠道成本和视频，直播等内容投入加大所致。
- 广告服务毛利率 48.8% (YoY +12pct, QoQ + 0.2pct)，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 27.7% (YoY +2.6pct; QoQ + 3.7pct)，由于云计算和支付业务规模扩张而成本增加所致。

费用方面：

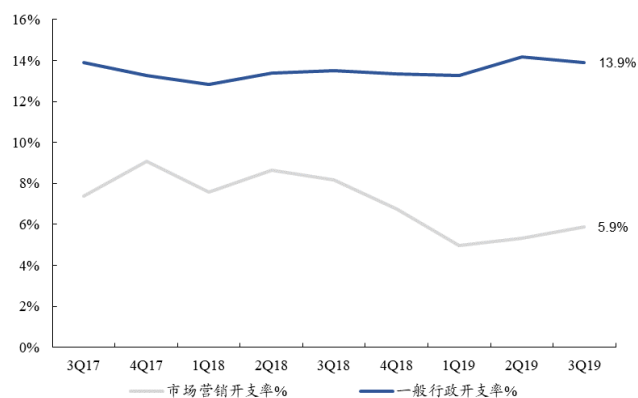
- 19Q3 公司市场及推广开支同比下降 13% 至 57.22 亿元，整体营销费用率为 6%，整体呈现下降趋势，主因为公司加强对于低效营销管控，营销预算批准方式改为逐月批复。
- 19Q3 行政开支同比增长 24% 至 135.36 亿元，行政费用率为 14%，公司加大金融科技，云计算等相关研发人员成本致使该部分费用增长。

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

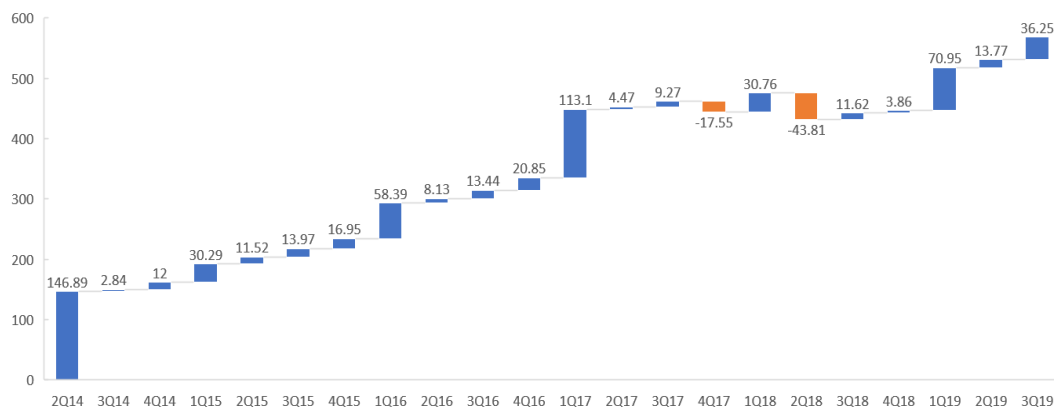
2. 核心业务：

2.1. 游戏： 游戏业务呈现复苏，海外表现亮眼

腾讯游戏 19Q3 收入为 286.04 亿元，同比增长 11%，该季度 PC 游戏收入为 115 亿元 (yoy -7.3%)，手机游戏收入 243 亿元 (yoy +26%)。

《和平精英》贡献整季流水收入，带动手游复苏。手机游戏方面，前期递延收入逐步确认，19 年 5 月上线的《和平精英》贡献整季度流水收入，同时通过夏季活动更新带动用户活跃度提升。据伽马数据统计，19Q3 国内整体手游市场规模约 383.8 亿，同比增长 7%，环比下降 0.9%，腾讯手游占比高达 75%，带动整体市场回暖。递延收入方面，截至 2019Q3，公司流动负债中递延收入达 544.72 亿元，Q2 和 Q3 净增加额分别为 13.77 亿和 36.25 亿元，《和平精英》目前仍处于确认递延收入初期，未来将持续提升收入贡献。

图 5：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

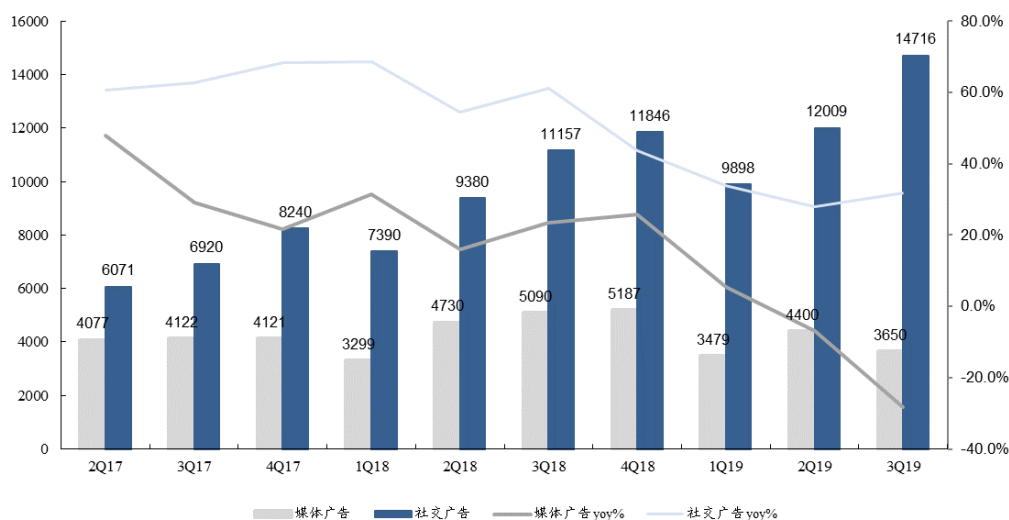
海外收入表现亮眼，Q3 贡献游戏收入超过 10%。海外方面，此前由于版号影响，游戏公司纷纷出海，《PUBG MOBILE》的月活跃账户数同比增长 100%，19Q3 合计下载量超过 8000 万次，高下载量叠加活动更新同步推进游戏收入增长；同时，腾讯与 Activision Blizzard 合作开发的《使命召唤手游》，在推出后一个月内的下载量超过 1 亿，成为下载量最大的智能手机游戏之一，据 Sensor Tower 统计，该游戏 19 年 10 月下载量高达 1.46 亿次。

PC 端游戏收入下降至 115 亿人民币，同比下降 7%，环比下降 2%，主因为《地下城与勇士》更新十一周年的内容后，付费用户数量不及去年，旧款游戏回落属于正常现象。

2.2. 广告：低谷已过，未来可期

19Q3 整体广告业务实现收入 183.66 亿元 (+ yoy 13%，+ qoq 12%)，其中社交广告收入为 147.16 亿 (+ yoy 32%，+ qoq 23%)；媒体广告收入 36.50 亿 (- yoy 28%，+ qoq 17%)。

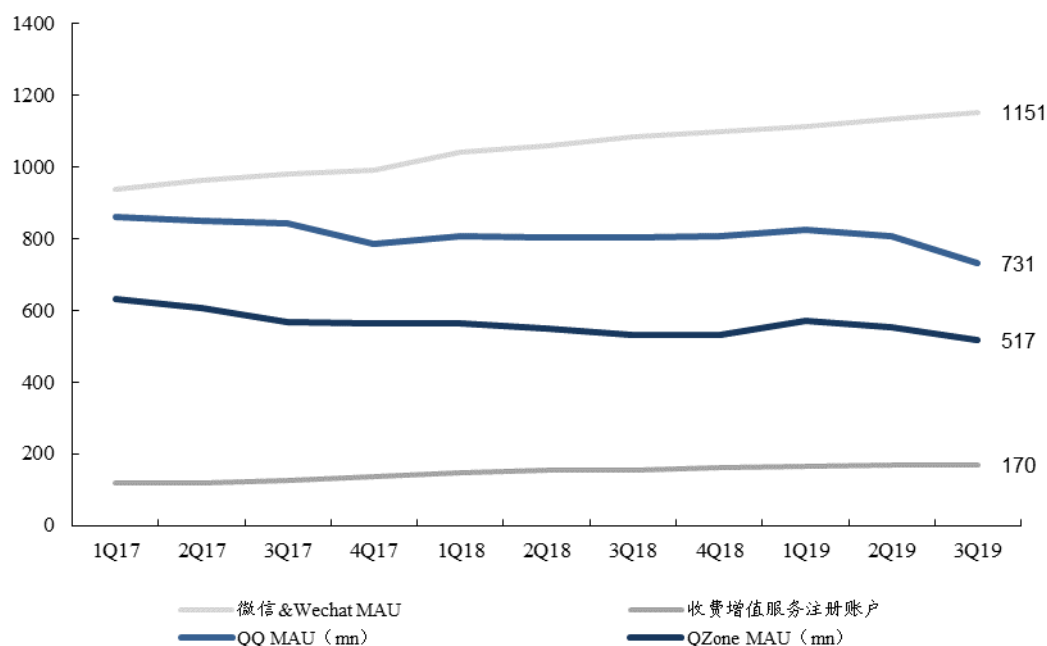
图 6：腾讯广告业务收入（百万元）及增速（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

排播因素使腾讯媒体广告承压，19Q4 将迎来复苏，Q3 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，我们认为腾讯旗下微信和增值服务产品在用户流量方面具有领先优势，截至 2019Q3，微信 MAU 达 11.51 亿，同比增长 6%；增值服务注册账户数持续提升至 1.706 亿，同比增长 11%，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 7：微信及 QQ MAU(单位：百万)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2.3. 金融科技与企业服务：收入增长新引擎

19Q3 金融科技及企业服务实现营收 267.58 亿元，同比增长 36%，占总收入的比重由去年同期的 24.5% 提升至 27.5%，总体营收体量已超越社交网络及手机游戏收入，在公司收入体量中的重要性逐步加强。

其中，云业务收入同比增长 80% 至 47 亿元，单季度收入水平就已经超越 2018 年一半的营收体量（2018 年云业务收入 91 亿元），同期阿里云实现营收 92.91 亿元，同比增长 64%，二者的收入差距由去年同期的 1:2.17 降为当前的 1:1.97。增长迅速主要在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垂直领域的客户数量扩大所致。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。公司还发布了 SaaS 生态「千帆计划」，通过整合如云服务及企业微信等腾讯内部资源，联合外部 SaaS 企业，以培育更多垂直领域 SaaS 解决方案。随着云业务规模扩大及供应链的优化，公司云服务的营运效率有所提升。

金融科技服务实现收入 220.6 亿元，同比增长 29.3%，增速降至 30% 以下，主要因 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所抵销。随着用户活动及现金流转增加，公司支付端生态系统日益蓬勃；日活跃账户数、每名用户交易量、各行业活跃商户数等均有所增加，使得商业支付交易笔数（尤其是线下场景）及交易金额均实现强劲增长。特别是财富管理方面，理财通用户数目同比增长超过一倍，驱动总客户资产的增长。

目前，腾讯对商业支付的补贴减少，随着金融业务收入体量快速上升、毛利率也会相应提高，19Q3 毛利率 27.73%，相对于二季度环比提高 3.71 个百分点，未来金融业务将持续成为收入增长的核心动力。

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 3727 亿/4496 亿/5414 亿，增速为 19%/21%/20%；Non-GAAP 归母净利润 927 亿/1159 亿/1447 亿，增速为 20%/25%/25%，对应 Non-GAAP EPS 为 9.7/12.1/15.2 元，对应 PE 为 30/24/19 倍，考虑公司作为行业龙头，予以 20 年 30 倍 PE，目标价 405 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	549,240	661,819	687,458	收入	312694	372696	449604	541388
物业、设备及器材	35,091	37,270	44,960	54,139	收入成本	170574	215073	255606	307984
在建工程	4,879	5,218	6,294	7,579	毛利	142120	157622	193999	233404
无形资产	56,650	55,904	67,441	81,208	利息收入	4569	6336	7643	9204
定期存款	0	3,614	3,598	3,144	其他收益净额	16714	31679	38216	46018
其他	409,821	447,235	539,525	541,388	销售及市场推广开支	(24233)	(29816)	(35968)	(43311)
流动资产	217,080	256,752	334,677	422,910	一般及行政开支	(41522)	(51059)	(53953)	(64967)
存货	324	402	401	402	经营盈利	97648	114762	149937	180348
应收账款	46,920	28,138	33,585	34,177	财务成本净额	(4669)	(3727)	(4496)	(5414)
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	1487	(1118)	(1349)	(1624)
其他	72,022	95,025	95,398	85,227	除税前盈利	94466	109917	144093	173310
资产总计	723,521	805,992	996,496	1110,368	所得税开支	(14482)	(24225)	(29224)	(35190)
非流动负债	164,879	128,630	128,354	129,087	少数股东损益	1265	2609	3147	3790
长期借款	87,437	56,276	55,139	54,410	归属母公司净利润	78719	93025	118624	147427
应付票据	51,298	54,668	54,668	54,668	non-GAAP 归母净利润	77469	92653	115926	144720
长期应付款项	4,797	4,422	5,013	5,375	EBIT	76365	76747	104078	125126
其他	21,347	13,265	13,534	14,634	经调整 EBITDA	118273	109313	140254	157692
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	9.7	12.4	15.4
应付票据	13,720	13,720	13,720	13,720	non-GAAP 每股收益(元)	8.1	9.7	12.1	15.2
其他	88,146	112,551	131,332	134,337	每股净资产(元)	34.0	42.1	57.3	69.2
负债合计	367,314	359,413	403,735	402,534	发行在外股份(百万股)	9520.4	9552.3	9552.3	9552.3
归属母公司股东权益	323,510	402,363	547,130	660,723	ROE(%)	23.9%	23.0%	21.2%	21.9%
非控制性权益	32697	44217	45631	47111					
负债和股东权益合计	723521	805992	996496	1110368	毛利率(%)	45.5%	42.3%	43.1%	43.1%
					销售净利率(%)	25.6%	23.0%	25.5%	25.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率(%)	50.8%	44.6%	40.5%	36.3%
经营活动现金流	106,443	172,043	216,046	241,536	收入增长率(%)	22.6%	19.2%	20.6%	20.4%
投资活动现金流	-151,913	-150,738	-152,962	-154,962	净利润增长率(%)	31.9%	19.6%	25.1%	24.8%
筹资活动现金流	35,380	14,069	9,023	11,236	P/E (non-GAAP)	36.08	30.27	24.19	19.38
现金净增加额	-7,883	35,373	72,106	97,810	P/E	35.51	30.15	23.64	19.02
汇率变动影响	2,207	0	0	0	P/B	8.64	6.97	5.13	4.24
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=1.1152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>

