

中信证券研究部



许英博
首席科技产业分析师
S1010510120041



陈俊云
高级科技产业分析师
S1010517080001

核心观点

受广告业务拖累，公司二季度营收显著不及市场预期，但受益于有利的营收结构及费用端有效控制，公司利润数据好于市场预期。公司游戏业务中期能见度较为理想，广告业务亦接近触底，金融及其他业务对公司中期营收、利润的贡献度不断凸显，维持对公司的“买入”评级以及长期乐观看法。

事项：腾讯于 8 月 14 日盘后公布了 2019 年半年报及中报数据，当季营收同比 +21%，远不及此前市场预期，但利润超出市场预期。对此我们点评如下：

■ **业绩概览：利润好于市场预期，但营收不及预期。**公司二季度营收 888.2 亿元（同比+21%，环比+4%），低于市场预期约 5%，广告业务为主要拖累项；当季净利润、调整后净利润 241.4 亿元（同比+35%，环比-11%）、235.2 亿元（同比+19%，环比+12%），好于市场预期，主要受益于有利的收入结构、严格控制费用等。公司 2019H1 收入 1742.9 亿元（同比+18%），净利润、调整后净利润 513.5（同比+25%）、444.6 亿元（同比+17%）。二季度运营费用 173 亿元（同比+6.6%），占当期收入的 19.5%（去年同期为 22%）。

■ **社交平台：微信用户继续维持稳健增长。**当季微信（含 Wechat）MAU（月活跃用户）达 11.33 亿（同比+7.1%，环比+1.9%），QQ MAU 达 8.08 亿（同比+0.6%），QQ（mobile）MAU 达 7.07 亿（同比+0.3%）。小程序方面，中长尾小程序数量同比增长超过 1 倍，同时季度内主要用户指标（在线时长、信息发送量等）保持稳定增长。同时在二季度，公司针对手机 QQ 进行了版本升级，突出年轻化、陌生人社交等特点，并推动 MAU 环比回升 0.9%。其他部分，当季增值服务付费账户数达到 1.69 亿（同比+10%），其中腾讯视频订阅账户数 0.97 亿（同比+30%）。

■ **增值业务：手机游戏业务全面复苏。**当季增值服务整体收入 480.8 亿元（同比+14%），其中社交网络收入 207.7 亿元（同比+23%），游戏业务收入 273 亿元（同比+8%）。当季智能手机游戏业务收入 222 亿元（同比+26%，环比+5%），二季度新上线产品和精英 DAU（日活跃）超过 5000 万；PC 电脑游戏收入 117 亿元（同比-9%，环比-15%），但收入流水上升。我们关注到，7 月以来，公司新发布的移动游戏产品“跑跑卡丁车”、“龙族幻想”等表现不俗，稳居 IOS 畅销榜 TOP 10，Sensor Tower 数据亦显示，腾讯在 IOS 平台 7 月收入流水月环比+27%、同比+38%。考虑到新、老游戏产品的强劲表现以及有利的递延收入（508.5 亿元）支撑，我们对公司全年游戏业务展望继续保持乐观。

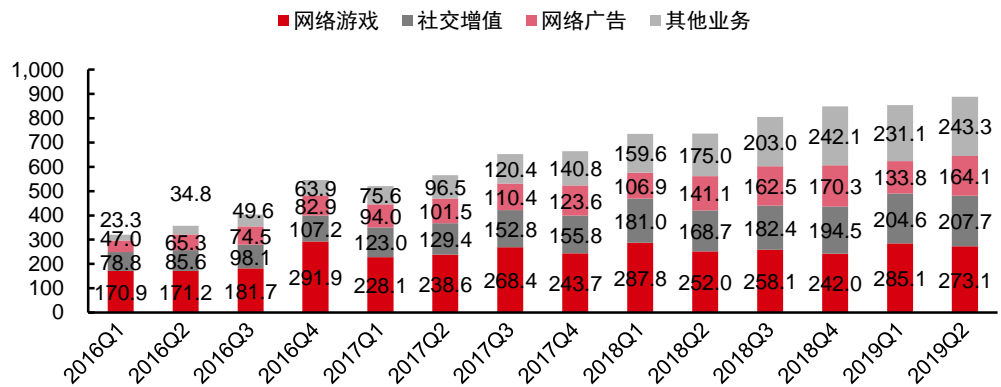
■ **广告业务：增速较 2019Q1 进一步走低。**公司当季广告业务收入 164 亿元，同比增速仅为 16%，较一季度(25%)继续下滑，但毛利率提升至 49%(Q1 为 42%)，社交广告 120 亿元（同比+28%），品牌广告 44 亿元（同比-7%）。今年以来，宏观经济的逆风叠加头条系产品广告库存的释出，推动行业持续承压。此外，截至目前，我们尚未看到下游广告主需求转好的迹象。但考虑到公司稳固的流量基础（国内用户流量份额占比 40%+）以及当前较低的广告货币化水平，我们对公司广告业务长期前景依然乐观。短期来看，公司仍存在提升广告填充率、拓展新广告位等可选方式。此外，随着公司在广告主资源、代理渠道、投放策略等层面不断改善，预计目前的广告业务困境大概率不会持续过久。

- **其他：金融科技等业务继续维持强劲增长。**公司当季金融科技&企业服务收入 229 亿元（同比+37%），同口径下（剔除备付金影响）同比+57%。此外，截至二季度末，理财通 AUM 超过 8000 亿元。以支付产品为支点，公司已初步构建成完整的金融产品&服务体系，我们预计公司金融业务中短期仍将维持 40%左右收入复合增速，并成为公司成长性重要支撑，其对公司利润的贡献占比亦存在持续改善可能。云业务部分，当季公司推出 wecity 未来城市解决方案，继续深耕行业垂直市场，但我们亦观察到，公司当季资本支出 43.6 亿元（环比-3.2%），显示在宏观环境逆风下，公司的审慎经营行为，但短期投入端的保守亦可能使得公司在追赶阿里云方面进展缓慢，长期不利于云业务的发展。
- **风险因素：**游戏产业政策风险；宏观经济不确定性继续压制广告主支出风险；新互联网产品&服务用户分流风险；新业务领域持续投入导致利润阶段性承压风险等。
- **投资策略：**公司游戏业务中期能见度较为理想，广告业务亦接近触底，金融及其他业务营收继续高速增长，且对利润贡献度亦将持续改善。考虑到广告业务短期的疲软以及公司利润率改善的超预期，我们略调整公司的盈利预测，调整 2019/2020/2021 年收入预测为 3894 亿/4862 亿/5914 亿元（原值为 3935 亿/4984 亿/6146 亿元），净利润（GAAP）预测、净利润(Non-GAAP)预测为 948 亿/1207 亿/1457 亿（原值为 925 亿/1156 亿/1424 亿元）、917 亿/1189 亿/1434 亿元（原值为 939 亿/1197 亿/1451 亿元）。继续维持“买入”评级，并建议积极关注：短期可能因广告业绩担忧、宏观事件扰动带来的股价下行后的配置机会。

年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入（亿元）	2,380	3,127	3,894	4,862	5,914
YoY (%)	56%	31%	25%	25%	22%
净利润（GAAP, 亿元）	715	787	948	1207	1457
YoY(%)	74%	10%	20%	27%	21%
净利润（Non-GAAP, 亿元）	651	775	917	1189	1434
YoY(%)	51%	19%	18%	30%	21%
P/E（GAAP, x）	44	40	30	24	20
P/E（Non-GAAP, x）	48	40	31	24	20

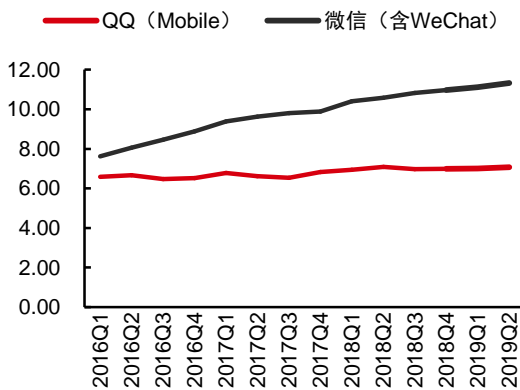
资料来源：彭博，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 8 月 14 日收盘价

图 1: 公司收入数据 (亿元)



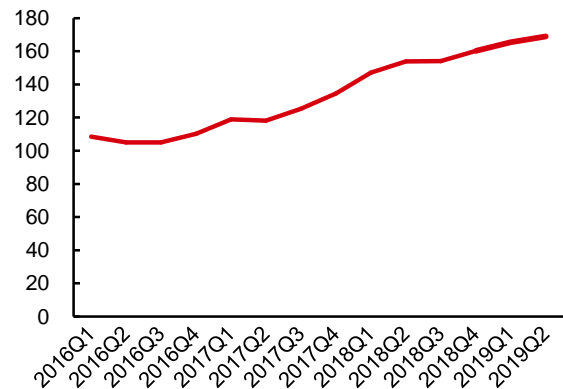
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 2: 公司社交平台用户数 (亿)



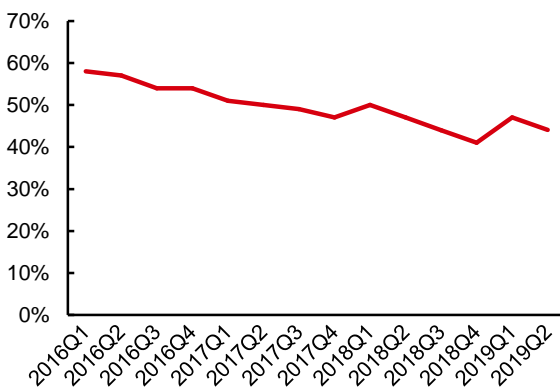
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 3: 公司 VAS 业务付费订阅用户数 (百万人)



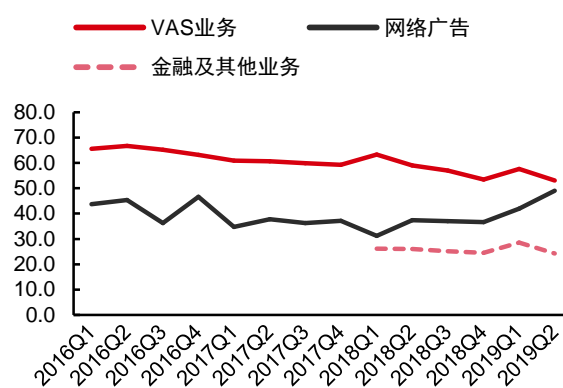
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4: 公司整体业务毛利率



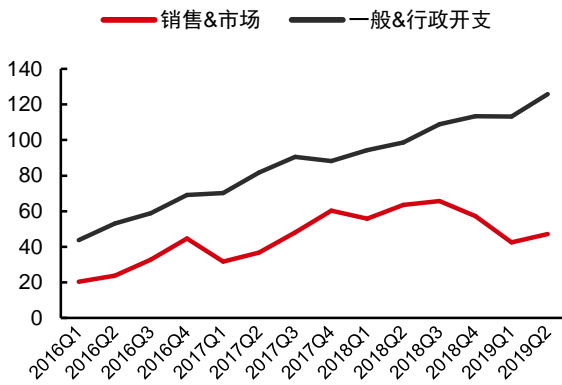
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 5: 公司各业务板块毛利率 (%)



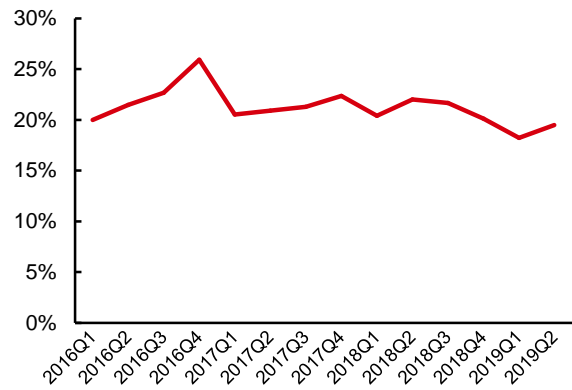
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 6: 公司三项费用 (亿元)



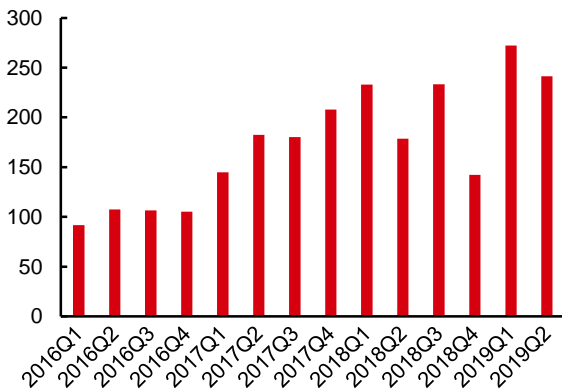
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 7: 公司三项费用率



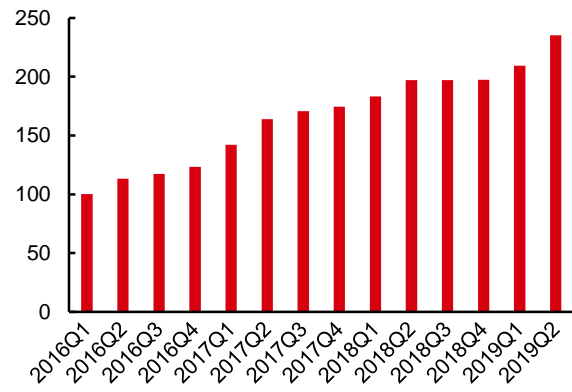
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 8: 公司归属净利润 (GAAP, 亿元)



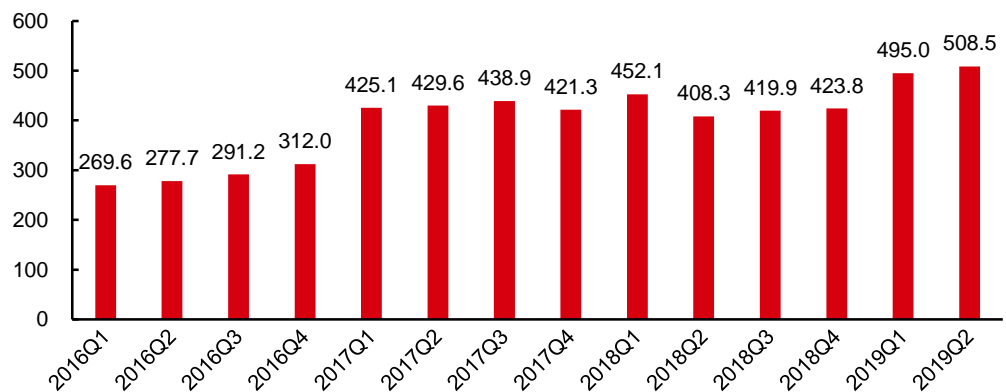
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 9: 公司净利润 (Non-GAAP, 亿元)



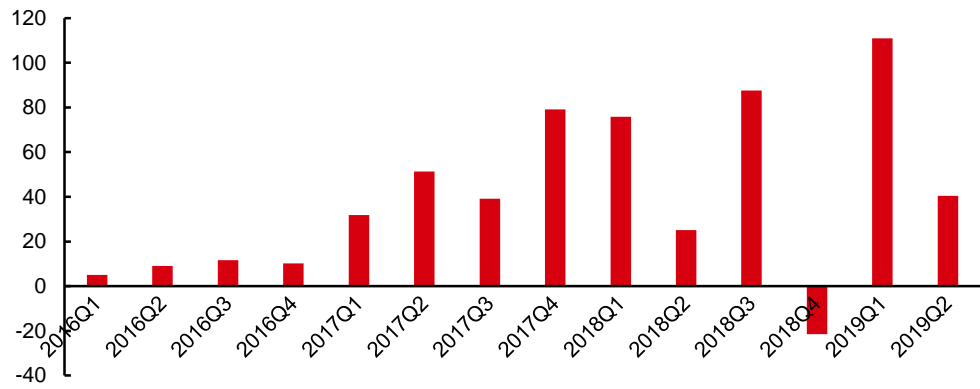
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 10: 公司递延收入数据 (亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 11: 公司其他收益项净额 (亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。