### 消费升级与娱乐研究中心



## 腾讯控股(00700.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

#### 市场数据(港币)

收盘价(元)	336.00
流通港股(百万股)	9,522.23
总市值(百万元)	3,199,470.14
年内股价最高最低(元)	474.60/319.80
香港恒生指数	27323.59



### 股价表现(%) 3个月 6个月 12个月 绝对 -15.19 -24.83 3.96 相对香港恒生 -3.02 -12.65 4.27

#### 相关报告

- 1.《二季度不是"黑暗时刻"微信的长期流量壁垒并未出现松动》,2018.7.19 2.《端游堡垒之夜上线倒计时,手游魔力宝贝称霸畅销榜》,2018.6.21
- 3.《手游业务仍然强劲,广告业务正在接过火炬-腾讯控股一季度》,2018.5.16
- 4. 《无需恐慌:腾讯最好的日子还在后面-腾讯控股一季报》,2018.5.14

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

# 游戏审批瓶颈有望渡过, 微信小程序增长迅猛

公司基本情况							
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E			
营业额(百万)	237,760	334,891	430,598	515,208			
同比增长	56.5%	40.9%	28.6%	19.6%			
母公司股东溢利(百万)	71,510	78,499	104,137	126,038			
扣非净利润(百万)	65,126	87,351	113,657	136,092			
同比增长	43.4%	34.1%	30.1%	19.7%			
扣非每股收益	6.92	9.19	11.96	14.32			
扣非市盈率(倍)	42.59	32.07	24.64	20.58			

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 年二季报:营业收入同比增长 30%、环比持平,低于一致预期 4%;扣非净利润同比增长 20%、环比增长 8%,高于一致预期 3%。
- 手机游戏收入同比增长 19%、环比下滑 19%, 主要受到《绝地求生之刺激战场》尚未变现的影响。PC 游戏收入同比下滑 5%、环比下滑 8%。
- 社交网络增值服务(不含手游分账)收入同比增长 39%、环比增长 6%,主要受到视频、音乐、文学等内容业务的推动。腾讯收费增值服务账户达到 1.54 亿,同比增长 30%;视频付费账户 7400 万,同比增长 121%。
- 广告收入同比增长 39%、环比增长 32%, 其中媒体广告同比增长 16%, 社交广告同比增长 55%。微信朋友圈广告位增加、小程序开始广告变现、QQ 看点流量增长是社交广告收入持续增长的主要推动力。
- 其他收入(支付和云计算)同比增长81%、环比增长10%。微信支付月活突破8亿,日均成交量同比上升40%,线下交易笔数同比上升280%

#### 评论

- 腾讯管理层表示:由于游戏监管部门的重组,游戏审批遭遇瓶颈,但是监管部门已经推出"绿色通道"审批机制,《堡垒之夜》等许多游戏有望较快过审。遗憾的是,《绝地求生》不符合绿色通道的条件。腾讯管理层认为,一旦监管部门重组结束,《绝地求生》等游戏过审只是时间问题。
- 我们认为腾讯三季度的手游产品线非常强劲,《自由幻想》《我叫 MT4》《圣 斗士星矢》都取得了较高的畅销榜排名,后续产品也很丰厚。
- 腾讯海外游戏业务快速发展,《王者荣耀》海外版今年上半年月流水超过 3000 万美元,《绝地求生》海外手游7月流水超过2000 万美元。腾讯管理 层相信,《王者荣耀》海外版入选亚运会将进一步推动海外游戏业务。
- 腾讯管理层表示,为了不影响用户体验,将严格控制社交广告位的数量, 不盲目追求变现。我们认为,今年上半年媒体广告业务受到了世界杯赛事 的影响,但是社交广告势头喜人,流量变现的效率还会进一步提升。
- 微信小程序日活用户稳定在2亿,广告和内购变现均已开始。我们认为, 小程序是建立新零售和电商生态系统的基础,也能为游戏业务带来增长。
- 我们通过 DCF 得出目标价 520 港元,对应 35 倍 2019 年扣非 P/E,维持"买入"评级。腾讯仍然是投资者分享中国互联网行业成长的最佳选择。
- 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。



## 附录: 三张报表预测摘要

综合财务状况表				单位:百万	 综合收益表				单位:百万
<b>会计年度</b>	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
	189619	242076	306178	378403		237760	334891	430598	515208
现金及现金等价物	142421	176946	237164	300420	销售成本	120835	173081	221510	264391
交易用投资	-	-	-	-	毛利	116925	161810	209089	250817
应收款项	16549	18703	24357	22480	销售、一般性和行政开支	50703	70394	90210	107936
其他应收款	17110	26102	22553	29488	研究发展费用	-	-	-	-
存货	295	570	316	646	其他营业收入	24080	4500	6750	8775
非流动资产	365053	398786	463508	541746	EBITDA	103742	115226	152338	184486
可供出售投资	127218	152662	206093	267921	折旧和摊销	12619	17710	23910	28630
联营和共同控制实体的投资	144581	144581	144581	144581	EBIT	91123	97516	128428	155856
投资物业	800	800	800	800	融资收入净额	488	324	615	779
固定资产	23597	23494	25628	28242	分占联营和共同控制实体的溢利	821	1600	2800	4200
在建工程	3163	6000	7200	8640	除所得税前溢利	88215	97840	129043	156634
土地使用权	5111	4089	3067	2044	所得税开支	15744	18387	23641	29066
无形资产	40266	46844	55822	69200	除所得税后溢利	72471	79453	105402	127568
总资产	554672		769686	920148	非控制性股东应占溢利	961	953	1265	1531
<u>~</u>	151740	165806	199422	235979	股息	1499	9420	13017	16385
短期借款	15696	100000	199422	233919	<sup>股心</sup> 母公司股东应占溢利	71510	78499	104137	126038
		71220	07000	102201	EPS	7.52	8.26		
应付款项	54837	11220	0/902	103301	EPS	7.52	0.20	10.96	13.26
预收账款	-	- 0.4500	-	400070	1. 25. et. de . (6. etc.)				* "
其他	81207	94586	111440	132678	主要财务比率				单位:百万
非流动负债	125839	127930	130753	133476	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	82094	82094	82094	82094	成长性				
其他	43745	45836	48659	51382	营业额增长率	56.5%	40.9%	28.6%	19.6%
负债合计	277579	293737	330175	369454	EBIT 增长率	70.0%	7.0%	31.7%	21.4%
股本	-	-	-	-	净利润增长率	74.9%	9.6%	32.7%	21.0%
储备	31188	31188	31188	31188	盈利能力				
保留溢利	202682	271761	362881	472534	EBIT/营业额	38.3%	29.1%	29.8%	30.3%
非控制性股东权益	21019	21972	23237	24768	EBITDA/营业额	43.6%	34.4%	35.4%	35.8%
总权益	277093	347126	439511	550694	毛利率	49.2%	48.3%	48.6%	48.7%
总负债和总权益	554672	640862	769686	920148	净利率	30.5%	23.7%	24.5%	24.8%
					ROE	27.9%	24.1%	25.0%	24.0%
综合现金流量表				单位:百万	偿债能力				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	50.0%	45.8%	42.9%	40.2%
除所得税后溢利	71510	78499	104137	126038	流动比率	1.25	1.46	1.54	1.60
折旧和摊销	12619	17710	23910	28630	速动比率	1.23	1.44	1.52	1.59
利息费用	-664	-324	-615	-779	营运能力	1.20		1.02	1.00
营运资本的变动	22776	1064	16273	10765	资产周转率	0.43	0.52	0.56	0.56
经营活动产生现金流量		111062			应收帐款周转率	17.81	19.00	20.00	22.00
资本性支出		-26000			应付账款周转率	5.55	5.31	5.41	5.39
投资、贷款于联营和共同控制实体	-17528	-20000	-55200	-40040	应	433.10	400.00	500.00	550.00
		- 	90145	107647		433.10	400.00	300.00	550.00
投资活动产生现金流量		-51744 -15696	-09145	-10/04/	<b>每股资料</b>	7.50	9.26	10.06	12.26
借款变动	32462		-	-	每股收益 5 即 4	7.52	8.26	10.96	13.26
发行股份	171	-	40.400	45000	每股经营现金流 5 m 4 次 x	11.17	11.69	17.02	19.62
支付的股利和利息	-5998	-9096	_	-15606	每股净资产 2000年(1000年)	26.94	34.21	43.80	55.34
融资活动产生现金流量	26598	-24792		-15606	估值比率(倍) 	00.00	05 ==		
现金净变动	69114	34525	60218	63256	PE 	39.25	35.75	26.95	22.27
现金的期初余额		142421			PB	10.96	8.63	6.74	5.34
现金的期末余额	138465	176946	237164	300420	EV/EBITDA	30.20	22.98	16.91	13.44

来源:公司年报、国金证券研究所



#### 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,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,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。 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 北京 深圳

电话: 021-60753903电话: 010-66216979电话: 0755-83831378传真: 021-61038200传真: 010-66216793传真: 0755-83830558

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 201204 邮编: 100053 邮编: 518000

地址:上海浦东新区芳甸路 1088 号 地址:中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 地址:中国深圳福田区深南大道 4001 号

紫竹国际大厦 7 楼 时代金融中心 7GH