公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

腾讯 (700 HK)

二季度首评：业务全面疲软，手游甚是萎靡

■ **腾讯的18年二季度销售/非GAAP净利润同比增长30%/11%，分别低于和高于市场共识5%/3%。经营利润/净利润同比下跌3%/2%。毛利率环比下跌3.6个百分点，同比下跌3.3个百分点至46.8%，是由于收入结构转变，以及内容、渠道和支付相关服务成本上升所致**

■ **业绩会关注重点：1）游戏备案审批前景；2）绝地求生变现；3）小程序现状；以及4）短视频的发展进度**

二季度：手游收入低于市场共识，与招商证券预测一致

线上游戏：收入同比增长6%（相比之下18年一季度为26%）。

手游：收入同比下跌19%（从一季度的68%急剧下降）**环比下跌19%，**差于市场共识的**10-15%**，但与我们早前调低后的预期（**环比-20%**）一致，我们7月份在北京、香港、台湾和上海的分析师路演中已经事先向投资者发出过警示。业绩低于预期的原因主要有：1）王者荣耀在17年二季度和18年一季度的高基数（历史高峰）；2）QQ飞车和QQ炫舞的排名在二季度均下滑；3）绝地求生蚕食了内部其他游戏的用户时间。

端游：同比-5%和环比-9%（18年一季度：同比1%，环比10%）至129亿元人民币，是由于季节性下滑和用户时间持续向手游端转移。

非游戏业务：广告和其他业务增长环比放缓

线上广告：同比增长39%（18年一季度同比增长55%）。在微信、移动广告网络和QQ看点的高收入推动下，社交广告收入同比增长55%（18年一季度69%）；而媒体广告增长同比减速至16%（18年一季度31%），反映了腾讯视频因其内容组合和广告商的赞助活动而做出的更大贡献。

社交网络：同比增长30%（18年一季度同比47%），受到了手游贡献降低和数字内容服务（如直播、线上视频订阅、音乐服务全民K歌及游戏内虚拟物品销售）收入增长的综合影响。

支付和云：带动其他业务收入同比增长81%，受到了快速增长的线下商业交易、现金提现费用和云服务的推动。随着竞争加剧，公司在不久的将来会继续补贴支付。

买入，目标价审视中；在25倍前瞻市盈率以下可再做评估

由于情绪低迷和盈利进一步削减，腾讯股价仍将疲弱。我们重申短期谨慎观点，由于预计18年下半年和19年公司业绩将会偏软，卖方纷纷下调盈利预测，所以我们建议待前瞻市盈率降至25倍以下再重新评估。目前阿里巴巴仍为我们在中国互联网领域的首选确信买入标的。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	151,938	237,760	341,894	469,863	606,222
增长	48%	56%	44%	37%	29%
非 GAAP 净利润	45,420	65,126	84,908	114,912	144,254
增长	40%	43%	30%	35%	26%
非 GAAP 摊薄每股盈利(人民币)	4.78	6.83	8.86	11.95	14.94
每股股息 (人民币)	0.53	0.79	1.11	1.45	1.80
EV/EBITDA (x)	41.9	29.3	21.3	15.9	12.5
市盈率 (x)	60.7	42.6	32.0	24.0	19.4
ROE	28%	32%	27%	27%	26%

注：截至2018年8月15日的收盘价

资料来源：彭博、公司资料、招商证券（香港）预测

柯良蔚
+852 3189 6392
richardko@cmschina.com.hk

马牧野
+852 3189 6394
mattma@cmschina.com.hk

最新变动

n.a.

买入

前次评级	买入
股价	HK$336.0
12个月目标价	审视中
前次目标价	HK$557

股价表现

资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
700 HK	(8.3)	(17.3)	12.5
恒生指数	(2.7)	(9.1)	1.8

行业：TMT	
恒生指数	27324
国企指数	10535
重要数据	
52周股价区间（港元）	309.5-475.6
港股市值（十亿美元）	407
日均成交量（百万股）	24.4
2018年非GAAP摊薄每股收益（人民币）	8.9
主要股东	
Naspers Ltd	31.1%
马化腾	8.6%
JPMorgan Chase & Co	4.1%
总股数（百万股）	9,522
自由流通量	41.9%

资料来源：彭博、Capital IQ、招商证券（香港）

相关报告

1. 中国互联网 - 小程序游戏的欣欣向荣使微信生态系统整体受益 2018/07/06
2. 云计算 - 阿里云在中国仍占主导地位，腾讯云正在逐步逼近 2018/07/06
3. 中国互联网 - 新零售、支付和共享出行的全球领导者；视频观看时长飞速增长 2018/06/13
4. 腾讯 (700 HK) - 手游收入强劲，绝地求生准备变现 2018/05/17
5. 腾讯 (700 HK) - 一季度首评：手机游戏强劲；广告和数字收入稳健 2018/05/16
6. 腾讯 (700 HK) - 投资未来增长，支出增加对短期利润率造成压力 2018/03/22
7. 中国互联网：网络游戏更新 - 生存类游戏：潜力巨大的创新类别 2018/03/06
8. 中国互联网-腾讯和京东投资唯品会：多赢交易 2017/12/18
9. 腾讯 (700 HK) - 17 年三季度前瞻：王者荣耀创新高，非游戏业务稳健 2017/10/17

业绩情况表

RMB mn	2Q17	1Q18	2Q18	1Q18 YoY	2Q18 YoY	1Q18 QoQ	2Q18 QoQ	Actual vs CMS 2Q18E	Actual vs CMS % diff	Actual vs consensus 2Q18E	Actual vs consensus % diff
VAS	36,804	46,877	42,069	34%	14%	17%	-10%	48,417	-13%		
Online gaming	23,861	28,778	25,202	26%	6%	18%	-12%	29,666	-15%		
SNS services	12,943	18,099	16,867	47%	30%	16%	-7%	18,751	-10%		
Mobile gaming	**14,800**	**21,700**	**17,600**	**68%**	**19%**	**28%**	**-19%**	**22,041**	-20%		
Online advertising	10,148	10,689	14,110	55%	39%	-14%	32%	15,112	-7%		
Others	9,654	15,962	17,496	111%	81%	13%	10%	18,299	-4%		
Total revenue	**56,606**	**73,528**	**73,675**	**48%**	**30%**	**11%**	**0%**	**81,828**	**-10%**	**77,661**	**-5%**
Gross profit	**28,306**	**37,042**	**34,446**	**46%**	**22%**	**18%**	**-7%**	**40,033**	**-14%**	**36,546**	**-6%**
Interest income	959	1,065	1,072	32%	12%	-8%	1%	625	72%		
Other gains, net	5,125	7,585	2,506	138%	-51%	-4%	-67%	982	155%		
Selling and marketing expenses	(3,660)	(5,570)	(6,360)	76%	74%	-8%	14%	(6,137)	4%		
General and administrative expenses	(8,170)	(9,430)	(9,857)	34%	21%	7%	5%	(9,929)	-1%		
Operating profit	**22,560**	**30,692**	**21,807**	**59%**	**-3%**	**19%**	**-29%**	**25,573**	**-15%**	**25,392**	**-14%**
Non-GAAP operating profit	**20,036**	**25,272**	**22,258**	**36%**	**11%**	**16%**	**-12%**	**26,290**	-15%		
Finance costs, net	(834)	(654)	(1,151)	-5%	38%	-24%	76%	(937)	23%		
Share of losses of associates and JV	498	(319)	1,526	-15%	n.a.	166%	n.a.	(284)	n.a.		
Income before tax	22,224	29,719	22,182	63%	0%	20%	-25%	24,351	-9%	25,035	**-11%**
Income tax	(3,970)	(5,746)	(3,602)	57%	-9%	84%	-37%	(4,627)	-22%		
Minority interest	23	683	713	849%	3000%	-17%	4%	118	502%		
Net income	**18,231**	**23,290**	**17,867**	**61%**	**-2%**	**12%**	**-23%**	**19,606**	**-9%**	**19,305**	**-7%**
Non-GAAP net income	**16,391**	**18,313**	**19,716**	**29%**	**20%**	**5%**	**8%**	**21,047**	**-6%**	**19,181**	**3%**
Non-GAAP Basic EPS (RMB)	1.74	1.94	2.09	28%	20%	5%	8%	2.2	-5%		
Non-GAAP Diluted EPS (RMB)	**1.72**	**1.91**	**2.06**	**28%**	**20%**	**5%**	**8%**	**2.20**	**-6%**	**2.01**	**2%**
Margin analysis (%)											
Gross margin	50.0	50.4	46.8	-1.0pp	-3.3pp	2.9pp	-3.6pp	48.9	-2.2pp	47.1	-0.3pp
VAS	60.6	63.3	59.0	2.3pp	-1.6pp	4.0pp	-4.3pp	63.0	-4.0pp		
Online advertising	37.8	31.2	37.4	-3.6pp	-0.5pp	-6.0pp	6.2pp	34.0	3.4pp		
Others	22.4	25.4	24.9	3.5pp	2.5pp	2.6pp	-0.5pp	24.0	0.9pp		
Non-GAAP operating margin	35.4	34.4	30.2	-3.0pp	-5.2pp	1.5pp	-4.2pp	32.1	-1.9pp		
Non-GAAP net margin	29.0	24.9	26.8	-3.8pp	-2.2pp	-1.4pp	1.9pp	25.7	1.0pp	24.7	2.1pp
Advertising revenue per MAU	4.20	4.44	5.86	57%	40%	-16%	32%	6.3	-7%		
Weixin & WeChat MAU	963	1,040	1,058	11%	10%	5%	2%	1,060.8	0%		
QQ IM MAU	850	806	803	-6%	-6%	3%	0%	789.4	2%		
Qzone MAU	606	562	548	-11%	-9%	0%	-2%	551.1	0%		
Total MAU	2,419	2,408	2,409	-1%	0%	3%	0%	2,401.2	0%		
Fee-based VAS registered subscriptions	118	147	154	24%	30%	9%	5%	150.0	3%		

资料来源：彭博、公司资料、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

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所评论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关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html或http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1 类（证券交易）、第2 类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司

香港中环交易广场一期 48 楼

电话：+852 3189 6888

传真：+852 3101 0828