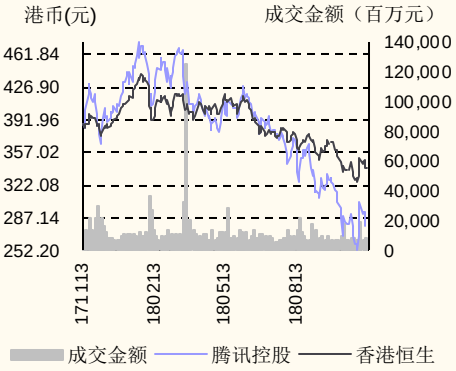
消费升级与娱乐研究中心

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)	270.600
流通港股(百万股)	9,520.23
总市值(百万元)	2,576,174.67
年内股价最高最低(元)	474.60/252.20
香港恒生指数	25633.18



股价表现(%)	3 个月	6 个月	12 个月
绝对	-26.86	-33.81	-29.79
相对香港恒生	-17.23	-16.17	-17.81

相关报告

1.《长期战略地位稳固，短期业绩能见度欠佳...》，2018.9.20
2.《游戏审批瓶颈有望渡过，微信小程序增长迅猛》，2018.8.15
3.《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
4.《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

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

2018 年三季度及下半年前瞻：游戏业务仍在减速，广告业务暂时回暖

公司基本情况

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	237,760	319,036	391,957	469,169
同比增长	56.5%	34.2%	22.9%	19.7%
归属母公司净利润(百万)	71,510	71,236	86,053	98,589
扣非净利润(百万)	65,126	79,555	94,613	108,118
同比增长	43.4%	22.2%	18.9%	14.3%
每股收益	7.51	7.48	9.04	10.36
扣非每股收益	6.92	8.36	9.94	11.36
扣非 P/E	34.77	28.82	24.24	21.21

来源：公司年报、国金证券研究所注：货币单位是人民币

事件

- 腾讯将于 11 月 14 日公布三季报。我们预计该季度营业收入将同比增长 23-27%，扣非净利润将同比增长 12-15%。同时，我们预计四季度腾讯的增长将继续放缓，扣非净利润可能只增长 7-10%。
- 我们估计三季度手游业务收入同比增长 10-13%；端游业务收入同比下滑 5%。广告收入同比增长 40-45%。其他业务收入同比增长 70%以上。
- 由于利润率较高的游戏业务增速减缓，而且支付业务将受到备付金利息收入降低的影响，我们估计腾讯的营业利润率将在未来几个季度持续下降。

评论

- 目前，制约腾讯业绩的最大因素是游戏行业的监管：《绝地求生之刺激战场》仍然无法变现，新游戏发行受到版号停发的影响，明年还可能实施版号总量控制。这个问题无法在短期内得到解决。
- 我们相信，腾讯仍然可以增加广告位的数量（尤其是微信朋友圈、公众号和二级入口）、提高广告转化率，从而保持较快的广告收入增速。但是，由于宏观经济减速，广告主的预算也受到了影响，尤其是游戏、汽车、互联网金融、电商等行业。因此，我们不能对广告业务过于乐观。
- 刚刚进行的组织架构调整，意在强化云计算与企业应用等 B 端业务，以及视频、影视、文学、电竞、动漫等“泛娱乐”业务；但是，这些业务要么还处于亏损或微利状态，要么收入规模还太小，都无法在几个季度内接过增长的火炬。海外扩张和投资也很难对业绩带来足够的提振。
- 腾讯的长期战略地位仍然稳固：微信小程序已经拥有 4 亿 MAU，并在游戏、电商市场具备举足轻重的地位；在游戏、长视频等娱乐业务上，腾讯领先于大部分竞争对手；通过微信支付以及战略投资，成功切入了新零售领域。总之，腾讯仍然是投资者分享中国互联网行业增长的最佳选择。
- 我们将 2018-20 年扣非 EPS 预期下调为 8.36/9.94/11.36 元（此前为 8.40/10.68/13.16 元）。基于 DCF 得出目标价 340 港元，维持“买入”。

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。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表 单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	189619	233117	279804	332872
现金及现金等价物	142421	189403	235040	282503
交易用投资	-	-	-	-
应收款项	16549	17034	22162	20490
其他应收款	17110	24056	20233	27158
存货	295	553	297	651
非流动资产	365053	398786	463508	541746
可供出售投资	127218	152662	206093	267921
联营和共同控制实体的投资	144581	144581	144581	144581
投资物业	800	800	800	800
固定资产	23597	23494	25628	28242
在建工程	3163	6000	7200	8640
土地使用权	5111	4089	3067	2044
无形资产	40266	46844	55822	69200
总资产	554672	631903	743312	874618
流动负债	151740	163328	195571	237185
短期借款	15696	-	-	-
应付款项	54837	68742	84131	104507
预收账款	-	-	-	-
其他	81207	94586	111440	132678
非流动负债	125839	127930	130753	133476
长期借款	82094	82094	82094	82094
其他	43745	45836	48659	51382
负债合计	277579	291258	326324	370660
股本	-	-	-	-
储备	31188	31188	31188	31188
保留溢利	202682	265369	340666	426439
非控制性股东权益	21019	21884	22929	24127
总权益	277093	340646	416987	503958
总负债和总权益	554672	631903	743312	874618

综合现金流量表 单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除所得税后溢利	71510	71236	86053	98589
折旧和摊销	12619	17710	23910	28630
利息费用	-664	-485	-728	-578
营运资本的变动	22776	20001	17736	19185
经营活动产生现金流量	106140	122485	144810	167349
资本性支出	-80715	-26000	-35200	-45040
投资、贷款于联营和共同控制实体	-17537	-	-	-
投资活动产生现金流量	-63642	-51744	-89145	-107647
借款变动	32462	-15696	-	-
发行股份	171	-	-	-
支付的股利和利息	-5998	-8063	-10028	-12238
融资活动产生现金流量	26598	-23759	-10028	-12238
现金净变动	69096	46982	45637	47463
现金的期初余额	71902	142421	189403	235040
现金的期末余额	138447	189403	235040	282503

综合收益表 单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额	237760	319036	391957	469169
销售成本	120835	169678	212702	260735
毛利	116925	149358	179254	208433
销售、一般性和行政开支	50703	67157	82899	99464
（含研究开发费用）	-	-	-	-
其他营业收入	24080	4500	6750	8775
EBITDA	103742	106011	129816	150575
折旧和摊销	12619	17710	23910	28630
EBIT	91123	88301	105906	121945
融资收入净额	488	485	728	578
分占联营和共同控制实体的溢利	821	1600	2800	4200
除所得税前溢利	88215	88786	106634	122523
所得税开支	15744	16686	19535	22736
除所得税后溢利	72471	72101	87098	99787
非控制性股东应占溢利	961	865	1045	1197
股息	1499	8548	10757	12817
母公司股东应占溢利	71510	71236	86053	98589
EPS	7.51	7.48	9.04	10.36

主要财务比率 单位:百万

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业额增长率	56.5%	34.2%	22.9%	19.7%
EBIT 增长率	70.0%	-3.1%	19.9%	15.1%
净利润增长率	74.9%	-0.5%	20.8%	14.6%
盈利能力				
EBIT/营业额	38.3%	27.7%	27.0%	26.0%
EBITDA/营业额	43.6%	33.2%	33.1%	32.1%
毛利率	49.2%	46.8%	45.7%	44.4%
净利率	30.5%	22.6%	22.2%	21.3%
ROE	27.9%	22.3%	21.8%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	50.0%	46.1%	43.9%	42.4%
流动比率	1.25	1.43	1.43	1.40
速动比率	1.23	1.41	1.42	1.39
营运能力				
资产周转率	0.43	0.50	0.53	0.54
应收帐款周转率	17.81	19.00	20.00	22.00
应付账款周转率	5.55	5.16	5.13	4.97
存货周转率	433.10	400.00	500.00	550.00
每股资料				
每股收益	7.51	7.48	9.04	10.36
每股经营现金流	11.15	12.87	15.21	17.58
每股净资产	26.89	33.48	41.39	50.40
估值比率(倍)				
PE	36.38	32.08	26.56	23.18
PB	10.16	7.17	5.80	4.76
EV/EBITDA	30.20	19.91	15.77	13.04

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
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH