

2018年11月15日

腾讯控股 (00700.HK)

潜龙且勿用，柳暗待花明

■三季度业绩符合预期，市场信心或有支撑，中期可见度仍低：Q3 收入同比增长 24%至 806 亿元，符合彭博预期，其中手游、广告、云计算收入皆超过我们的预期。调整后净利润同比增加 15.5%至 197 亿元，比彭博一致预期高 6%，主要由于非经营项目。我们认为随着下半年可见度的增加，短期来看市场信心可能有所恢复；但不能忽视 2019 年的业绩可见度仍很低，宏观经济形势和游戏政策未落地给业绩增加了不确定性；长期来看，我们看好公司对游戏的研发和运营能力、微信平台朋友圈和小程序的变现空间以及 to B 业务带来的收入和利润空间。

■手游业务好于预期，抵消端游下滑的影响；代理新游缓解版号压力，平台优势显现：Q3 手游收入同比增 7%、环比增加 11%至 195 亿元，好于我们预期。《王者荣耀》收入环比增加，得益于游戏旺季和新个性化定制皮肤，付费用户数环比增加。在端转手的趋势下，端游同比跌 15%、环比跌 4%，不及预期。公司披露仍储备 15 款已获版号的游戏，这主要是通过代理新游来增加储备，我们认为这将一定程度缓解了监管政策的影响，也反映出腾讯游戏平台相较于竞争对手的优势。我们调低全年手游增速至 24%，端游增速同比至跌 8%，主要是观察到新游维持高流水的周期缩短，目前 Q4 新游整体表现不及上一季度新游。

■朋友圈和小程序增加 2019 年广告可见度：Q3 广告收入同比增加 47%至 162 亿元，好于我们的预期，主要为社交及其他广告（同比增加 61%）所拉动，得益于朋友圈广告位增加及小程序的广告变现。相较于 Q2，社交和媒体广告增速环比提速，主要由于 Q2 的低基数。展望全年，我们调高广告同比增 45%；我们认为明年广告业务增长的动力更清晰，主要来自微信平台广告资源的变现；一方面我们认为朋友圈广告位由于供不应求以及高价格，提升加载率能直接有效地拉动收入，另外小程序的广告收入虽然体量较小，但相对而言能够带来更多外延收入。

■To B 基础设施着眼长远；云计算透明度增加，增速亮眼；利息收入逐季走弱：Q3 云收入维持超过同比翻番的高增速，环比增双位数百分比。公司首次披露云计算收入今年前三季超过 60 亿元，我们算得约是阿里云（147.5 亿）的四成。Q3 腾讯云的付费客户同比增三位数百分比，比照阿里云的发展，我们认为腾讯云仍处于快速扩张客户规模抢占市场份额的阶段，未来的增长动力将逐步切换至 ARPU 的提升。互金方面，由于利息收入（Q3 尚占其他收入的高个位数百分比）的逐季走弱，影响了支付相关收入的增速以及利润率。公司完成战略组织架构升级，将 to B 业务作为长远战略，随着云计算从 IAAS 延伸至 PAAS、SAAS 以及互金的增值服务的创新，将带来利润率层面的规模效应以及在为客户提供全方位服务（游戏、广告、云、支付等）方面产生协同性。

公司快报

证券研究报告

海外科技

投资评级 **买入-A**

维持评级

12 个月目标价：**400.00 港币**
 股价 (2018-08-14) **272.20 港币**

交易数据

总市值 (百万美元)	330,830
流通市值 (百万美元)	198,313
总股本 (百万股)	9,520.2
流通股本 (百万股)	5,706.8
12 个月价格区间 (港币)	314.6-476.6

资料来源：彭博

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

相关报告

腾讯控股：三季报前瞻及估值敏感性分析/胡又文	2018-10-14
腾讯控股：静候新游过审及广告变现释放/胡又文	2018-08-16
腾讯控股：一季度收入超预期，全年利润率承压/胡又文	2018-05-17
腾讯控股：2018 年有的放矢；长期货币化潜力可期/胡又文	2018-03-22
腾讯控股：3Q17 业绩超预期，手游增长亮眼/胡又文	2017-11-16

■ **盈利预测及投资建议：**维持买入-A 评级。我们预计 2018/19 年的非通用会计准则净利润分别为 754 亿元和 974 亿元，对应净利润同比增速分别是 16% 和 29%，非通用会计准则每股收益分别为 7.89 元/10.18 元(9.28 港币/11.76 港币)。目标价 400 港币（原 440 港币），基于 1.2xPEG（不变）、28%（较 30% 调低）的 2018-21 年 EPS CAGR 以及 2019 年非通用会计准则 EPS 11.76 港币。目标价对应 2019 年的估值为 34 倍非通用会计准则市盈率。

■ **风险提示：**新游戏流水表现不及预期、对内容以及新业务投入拉低利润率、广告增速低于预期。

摘要(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	151,938	237,760	310,572	391,542	490,156
非通用会计准则净利润	45,420	65,126	75,436	97,395	125,738
非通用会计准则每股收益(元)	4.78	6.83	7.89	10.18	13.12
每股净资产(元)	18.62	27.21	34.38	44.12	57.01

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非通用会计准则市盈率(倍)	48.4	33.9	29.3	22.7	17.6
市净率(倍)	12.42	8.50	6.73	5.24	4.06
非通用会计准则净利润率	29.9%	27.4%	24.3%	24.9%	25.7%
净资产收益率	22.1%	25.8%	23.2%	22.6%	22.9%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%
ROIC	13.4%	13.1%	12.9%	14.1%	15.5%

数据来源：公司年报，安信证券研究中心预测

1. 3Q18 业绩快览

腾讯三季度总收入同比增长 24%至 806 亿元，符合彭博一致预期，比我们的预期高 3%。

三季度非通用会计准则经营利润同比增加 4%至 226 亿元，对应经营利润率 28.0%，同比下滑 5.1 个百分点，主要由于毛利率下降以及高营销及研发费用；调整后净利润同比增加 15.5%至 197 亿元，比彭博一致预期高 6%，主要由于非经营项目，调整后净利润率为 24.5%，同比下滑 1.7 个百分点。

图 1: 3Q18 业绩概览

(百万元)	3Q17	2Q18	3Q18	QoQ	YoY	彭博 一致预期	+/- 彭博 一致预期	安信 预期	+/- 安信预期
收入	65,210	73,675	80,595	9.4%	23.6%	80,411	0.2%	77,947	3.4%
增值服务	42,124	42,069	44,049	4.7%	4.6%			44,294	-0.6%
网络广告	11,042	14,110	16,247	15.1%	47.1%			15,321	6.0%
其他	12,044	17,496	20,299	16.0%	68.5%			18,331	10.7%
成本	(33,529)	(39,229)	(45,115)	15.0%	34.6%			(42,509)	6.1%
毛利	31,681	34,446	35,480	3.0%	12.0%			35,438	0.1%
毛利率	48.6%	46.8%	44.0%					45.5%	
经营利润	22,746	21,807	27,861	27.8%	22.5%	22,813	22.1%	21,078	32.2%
非通用会计准则经营利润	21,614	22,258	22,563	1.4%	4.4%			23,127	-2.4%
非通用会计准则经营利润率	33.1%	30.2%	28.0%					29.7%	
净利润	18,006	17,867	23,333			18,390	26.9%	16,037	45.5%
非通用会计准则净利润	17,070	19,716	19,710	0.0%	15.5%	18,569	6.1%	18,086	9.0%
非通用会计准则净利润率	26.2%	26.8%	24.5%			23.1%		23.2%	

资料来源：公司财报、彭博、安信证券研究中心

增值服务收入细分：

- 手游收入+7% YoY、+11% QoQ 至 195 亿元，《王者荣耀》收入环比增加，得益于游戏旺季和新皮肤，付费用户数环比增加。
- 端游收入-15% YoY、-4% QoQ 至 124 亿元，同比下滑主要由于高基数以及玩家向手游转移，递延前收入得益于游戏旺季其实环比有所增加。
- 非游戏增值服务收入+31% YoY、+5% QoQ 至 121 亿元，视频订阅数+79% YoY、+10% QoQ 至 8200 万。

2. 盈利预测及估值

我们预期公司在 2018/19 年的收入同比增长分别为 31%/26%，其中增值服务收入同比增长 14%/13%（手游总收入同比增长 24%/21%；端游同比增长-8%/-4%；非游戏增值服务同比增长 31%/18%）；广告收入同比增长 45%/40%；其他收入同比增长 75%/46%。

我们预计 2018/19 年的非通用会计准则净利润分别为 754 亿元和 974 亿元，对应净利润同比增速分别是 16%和 29%，非通用会计准则净利率将在 25%-25%的水平。我们根据三季度业绩调整全年的盈利预测，将 2018/19 的 non-GAAP 净利润略微调低 1%/2%。

目标价 400 港币（原 440 港币），基于 1.2xPEG（不变）、28%（较 30%调低）的 2018-21 年 EPS CAGR 以及 2019 年非通用会计准则 EPS11.76 港币。目标价对应 2019 年的估值为 34 倍非通用会计准则市盈率。

3. 风险提示

我们认为影响股价表现低于我们目标价的因素包括：1) 手游增长放缓，《王者荣耀》进入成熟期，新游戏的变现收入贡献不足以支撑游戏业务整体增长；2) 端游收入增长放缓或拖累游戏整体；3) 对云、支付、AI、内容等的投入费用高于预期，拖累利润率；4) 广告增速低于预期，朋友圈广告位释放慢于预期。

4. 财务报表

表 1: 收入利润表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	151,938	237,760	310,572	391,542	490,156
同比	47.7%	56.5%	30.6%	26.1%	25.2%
增值服务	107,810	153,983	175,912	198,422	216,771
-网络游戏	70,844	97,883	104,146	112,638	118,270
-社交网络	36,966	56,100	71,766	85,783	98,502
网络广告	26,970	40,439	58,812	82,608	112,260
其他	17,158	43,338	75,847	110,512	161,124
收入成本	(67,439)	(120,835)	(168,260)	(213,489)	(272,760)
毛利	84,499	116,925	142,312	178,053	217,395
毛利率	55.6%	49.2%	45.8%	45.5%	44.4%
销售及市场推广开支	(12,136)	(17,652)	(25,876)	(30,692)	(32,692)
一般及行政开支	(22,459)	(33,051)	(41,367)	(50,860)	(55,860)
利息及其他收益	6,213	24,080	26,072	28,000	30,000
经营利润	56,117	90,302	101,141	124,501	158,843
经营利润率	36.9%	38.0%	32.6%	31.8%	32.4%
非通用会计准则经营利润	58,154	82,023	92,582	122,533	155,975
非通用会计准则经营利润率	38.3%	34.5%	29.8%	31.3%	31.8%
财务成本净额	(1,955)	(2,908)	(4,897)	(6,400)	(6,400)
联营公司及合营公司利润/(亏损)	(2,522)	821	1,735	1,200	1,400
税前利润	51,640	88,215	97,979	119,301	153,843
所得税开支	(10,193)	(15,744)	(15,882)	(19,338)	(24,937)
期内净利润	41,095	71,510	80,479	99,363	128,606
非控制性权益应占盈利	(352)	(961)	(1,618)	(600)	(300)
公司权益持有人应占盈利	41,095	71,510	80,479	99,363	128,606
净利率	27%	30%	26%	25%	26%
非通用会计准则公司权益持有人应占盈利	45,420	65,126	75,436	97,395	125,738
非通用会计准则净利率	30%	27%	24%	25%	26%
每股盈利 (元) - 基本	4.38	7.60	8.53	10.52	13.60
每股盈利 (元) - 摊薄	4.33	7.50	8.41	10.38	13.42
非通用会计准则每股盈利 (元)-摊薄	4.78	6.83	7.89	10.18	13.12

资料来源：公司年报、安信证券研究中心

表 2: 资产负债表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产	246,745	376,226	401,371	432,362	470,785
物业、设备及器材、在建工程等	19,428	27,560	41,026	59,469	84,303
土地使用权	5,174	5,111	5,111	5,111	5,111
无形资产	36,467	40,266	47,406	54,546	61,687
于联营公司、合营公司的投资	80,299	144,581	144,581	144,581	144,581
可供出售金融资产	83,806	127,218	127,418	127,618	127,818
递延所得税资产	7,033	9,793	9,793	9,793	9,793
预付款项、按金及其他	14,538	21,697	26,036	31,244	37,492
流动资产	149,154	178,446	244,104	335,489	461,489
现金及现金等价物	71,902	105,697	152,427	220,992	326,890
存货	263	295	295	295	295
应收账款	10,152	16,549	25,526	34,327	42,973
定期存款	50,320	36,724	38,724	40,724	42,724
受限制现金	750	1,606	1,606	1,606	1,606
预付款项、按金及其他	15,767	17,575	25,526	37,545	47,001
资产总额	395,899	554,672	645,476	767,851	932,274
流动负债	101,197	151,740	174,264	204,997	247,891
应付账款	27,413	50,085	64,521	80,833	98,990
借款及应付票据	15,744	20,448	20,448	20,448	20,448
其他应付款项及预提费用	20,873	29,433	32,261	32,333	39,596
其他流动负债	5,964	9,642	2,000	2,000	2,000
非流动负债	108,455	125,839	124,158	122,812	121,736
长期借款及应付票据	93,753	111,457	111,457	111,457	111,457
递延所得税负债	5,153	5,975	5,975	5,975	5,975
其他非流动负债	9,549	8,407	6,726	5,380	4,304
负债总额	209,652	277,579	298,422	327,810	369,627
权益	186,247	277,093	347,054	440,041	562,646
公司权益持有人应占权益	174,624	256,074	324,417	416,804	539,109
少数股东权益	11,623	21,019	22,637	23,237	23,537
权益及负债	395,899	554,672	645,476	767,851	932,274

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

表 3: 现金流量表

百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	41,447	72,471	80,479	99,363	128,606
+ 折旧和摊销	12,741	23,611	25,111	26,611	28,111
+ 股权激励成本	4,313	6,137	11,229	16,032	17,132
+ 其他非现金费用	-2,967	-15,150	-15,150	-15,150	-15,150
+ 其他	-983	-4,592	0	0	0
+ 运营资金变动	10,967	23,663	-425	3,361	17,467
经营活动产生现金流量	65,518	106,140	101,244	130,217	176,167
投资活动产生现金流量	-70,923	-96,392	-47,917	-54,394	-62,285
融资活动产生现金流量	31,443	26,598	-6,598	-7,258	-7,983
现金及现金等价物净增加/(减少)	26,038	36,346	46,730	68,565	105,898
汇兑收益/(亏损)	2,426	-2,551	0	0	0
期初现金及现金等价物	43,438	71,902	105,697	152,427	220,992
期末现金及现金等价物	71,902	105,697	152,427	220,992	326,890

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动;

■ 分析师声明

胡又文声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034