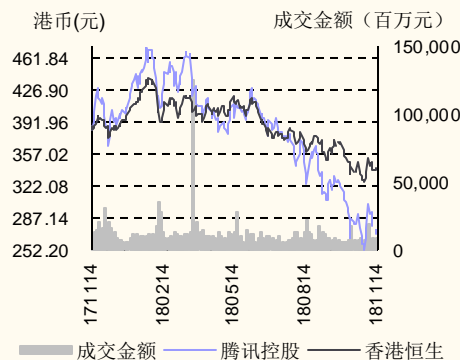


腾讯控股(00700.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市场数据(港币)

收盘价(元)	272.200
流通港股(百万股)	9,520.23
总市值(百万元)	2,591,407.04
年内股价最高最低(元)	474.60/252.20
香港恒生指数	25654.43



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-21.92	-33.90	-29.85
相对香港恒生	-14.35	-15.24	-17.85

相关报告

1. 《2018年三季度及下半年前瞻：游戏业务仍在减速，广告...》，2018.11.12
2. 《长期战略地位稳固，短期业绩能见度欠佳，投资者...》，2018.9.20
3. 《游戏审批瓶颈有望渡过，微信小程序增长迅猛-腾讯控股》，2018.8.15
4. 《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

裴培

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

三季度业绩强于预期，游戏业务能见度仍不足

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%
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

- 腾讯公布 2018 年三季报：营业收入同比增长 24%、扣非净利润同比增长 15%，均高于预期；若排除所得税率影响，扣非营业利润同比仅增长 4%。
- 端游收入同比下滑 15%、手游收入同比上升 7%，均低于我们的预期。社交网络收入（不含手游分账）同比上升 30%，广告收入同比上升 47%，均高于我们的预期。其他收入同比上升 69%，略低于我们的预期。

评论

- 三季报的最大亮点是广告业务：同比增速高于上个季度，主要来自广告位和广告形式的增加（微信朋友圈、小程序、QQ 看点等）。管理层表示，在公司架构重组之后，将继续致力于打通内部资源、提升广告业务的 ROI。我们相信，未来几个季度，腾讯的广告收入增速将快于行业平均水平，但是宏观经济减速必然影响到广告业务，因此明年广告收入将明显减速。
- 游戏业务的能见度仍然很低：上个季报，管理层探讨了“吃鸡”游戏变现和版号审核放开的可能性，本季度则不再提及，而是强调在未成年人保护方面的努力。公司表示，目前还有 15 款已经获得版号的游戏等待发行，但是我们认为今年之内出现爆款新作的可能性很小。我们的监测数据显示《堡垒之夜》《我叫 MT4》的热度持续性都低于此前的预期。
- 增值服务付费账户同比增长 23%，其中视频会员同比增长 79%，使得增值服务（不含游戏）收入增速远超游戏。但是，我们估计视频平台业务很难在 2020 年以前扭亏，文学、动漫、音乐、电影、直播等业务的收入占比又太小。数字内容代表着腾讯的未来，但是短期很难有实质性贡献。
- 其他业务（主要是支付和云计算）的毛利率同比略有上升。我们认为，在备付金利息收入下降的情况下，补贴的下降和高附加值业务（理财通、零钱通等）的成长使得毛利率维持稳定，这个趋势也将持续到明年。
- 管理层承认：因为游戏业务的利润率较高，在短期，腾讯的整体利润率取决于游戏业务的增速素。我们认为，游戏行业监管环境的不确定，是制约腾讯业绩能见度的最大因素，而且无法在 2-3 个季度内解决。
- 我们基于 DCF 得出目标价 340 港元，维持“买入”。腾讯的流量基础没有动摇，多项新业务正在发展，仍是中国互联网行业的最佳投资标的之一。
- 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					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	189619	233117	279804	332872	营业额	237760	319036	391957	469169
现金及现金等价物	142421	189403	235040	282503	销售成本	120835	169678	212702	260735
交易用投资	-	-	-	-	毛利	116925	149358	179254	208433
应收款项	16549	17034	22162	20490	销售、一般性和行政开支	50703	67157	82899	99464
其他应收款	17110	24056	20233	27158	(含研究开发费用)	-	-	-	-
存货	295	553	297	651	其他营业收入	24080	4500	6750	8775
非流动资产	365053	398786	463508	541746	EBITDA	103742	106011	129816	150575
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	88301	105906	121945
投资物业	800	800	800	800	融资收入净额	488	485	728	578
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	88786	106634	122523
土地使用权	5111	4089	3067	2044	所得税开支	15744	16686	19535	22736
无形资产	40266	46844	55822	69200	除所得税后溢利	72471	72101	87098	99787
总资产	554672	631903	743312	874618	非控制性股东应占溢利	961	865	1045	1197
流动负债	151740	163328	195571	237185	股息	1499	8548	10757	12817
短期借款	15696	-	-	-	母公司股东应占溢利	71510	71236	86053	98589
应付款项	54837	68742	84131	104507	EPS	7.51	7.48	9.04	10.36
预收账款	-	-	-	-					
其他	81207	94586	111440	132678	主要财务比率				
非流动负债	125839	127930	130753	133476	单位:百万				
长期借款	82094	82094	82094	82094	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	43745	45836	48659	51382	成长性				
负债合计	277579	291258	326324	370660	营业额增长率	56.5%	34.2%	22.9%	19.7%
股本	-	-	-	-	EBIT 增长率	70.0%	-3.1%	19.9%	15.1%
储备	31188	31188	31188	31188	净利润增长率	74.9%	-0.5%	20.8%	14.6%
保留溢利	202682	265369	340666	426439	盈利能力				
非控制性股东权益	21019	21884	22929	24127	EBIT/营业额	38.3%	27.7%	27.0%	26.0%
总权益	277093	340646	416987	503958	EBITDA/营业额	43.6%	33.2%	33.1%	32.1%
总负债和总权益	554672	631903	743312	874618	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
					应付帐款周转率	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