

腾讯控股 (00700.HK) 2018 财年三季报点评

## 社交广告增长加速，游戏业务依然承压

2018 年 11 月 15 日

### 投资要点

- ❖ 腾讯于周三公布 2018Q3 季度财务报告，当季收入 806 亿元，基本符合预期，盈利表现好于此前市场预期。我们对此点评如下：
- ❖ **盈利表现好于市场预期。**当季实现收入 806 亿元（同比+24%，环比+9%），其中社交增值、网络广告、其他业务分别为 440.5、162.5、202.3 亿元。业务毛利率 44%，环比下降 3pcts，费用率 22%，环比持平。归属净利润（GAAP）233.3 亿元（同比+30%，环比+31%），净利润（Non-GAAP）197.1 亿元（同比+15%，环比持平）；核心用户数据方面，微信（含 wechat）月活跃 10.83 亿（同比+10.5%，环比+2.3%）；QQ（mobile）月活跃 6.98 亿（同比+6.9%，环比-1.5%），但年青用户（21 岁及以下）月活跃+16%。增值服务付费用户数 1.54 亿（同比+23%，环比持平）。
- ❖ **移动游戏业务短期依然承压。**受益于《我叫 MT4》等数十款新游戏上线及有利的季节性因素推动，公司三季度移动游戏收入 195 亿元（同比+7%，环比+11%）。受去年同期较高基数，以及用户从 PC 端向移动端持续迁移影响，当季 PC 游戏 124 亿元（同比-15%，环比-4%），但受益于部分重点产品内容更新及有利季节因素，流水（递延前）实现环比增长。受优质内容投放推动，公司当季付费订阅用户数达到 1.54 亿，同比+23%，其中在线视频订阅用户数 0.82 亿（同比+79%，环比+10%）。公司三季末递延收入为 419.9 亿元，环比二季度+2.8%，季度环比重回正增长。
- ❖ **社交广告增长加速，云服务亦是亮点。**公司当季广告收入继续维持强劲增长，广告整体收入 162.5 亿元（同比+47%，环比+15%）。媒体广告部分，实现收入 50.9 亿元（同比+23%，环比+8%），其中视频广告+34%，环比+13%，但新闻广告收入环比略有下降。社交广告部分，收入 111.6 亿元（同比+61%，环比+19%），主要受益于朋友圈、微信小程序等资源位曝光量提高，以及长尾广告主基数增加等。支付及云服务的增长亦推动公司当期其他收入项达到 203 亿元（同比+69%，环比+16%），其中移动支付日均交易量同比+50%，理财通季末 AUM 超过 5000 亿元，云服务前三季度收入 60 亿元，同比增长超过 1 倍。
- ❖ **后续关注：在线广告商业化进程、游戏版号重启时间表。**国庆前夕公司启动了自上市以来的第三次组织架构变革，核心目标包括：构建云&智慧产业事业群以加强产业互联网构建，强化集团层面对消费互联网的统筹协调能力，注重 AI&基础技术研发等，此次组织架构调整有助于公司实现长期增长动能的构建，但云、AI 等领域投入亦将大概率使得公司短期利润率承压。中短期来看，公司业绩的改善仍将主要依赖于国内游戏政策落地带来的版号重启，以及在线广告的货币化进程，同时社交广告三季度的良好表现正逐步增强我们对公司广告业务的信心。
- ❖ **风险因素：**游戏监管政策不确定风险；品牌广告主支出受经济不确定影响风险；新互联网产品&服务用户分流风险；组织架构调整不及预期风险等。
- ❖ **投资策略：**腾讯正经历游戏政策监管带来的短期业绩阵痛，但新一轮的组织架构调整正重塑公司长期竞争力，并逐步改变自身消费互联网业务面临的突出问题。我们小幅调整公司 2018/19/20 年收入预测为 3119/4097/5380 亿元（原值为 3133/4119/5414 亿元），归属净利润（GAAP）预测为 832/942/1130 亿元（原值为 817/1014/1241 亿元），净利润（Non-GAAP）预测为 782/931/1131 亿元（原值为 802/1025/1272 亿元），维持“买入”评级。

项目/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	1,523	2,380	3,119	4,097	5,381
YoY(%)	-	56.2%	31.0%	31.4%	31.3%
净利润 (Non-GAAP, 亿元)	431	673	782	931	1,131
YoY(%)		56%	16%	19%	21%
净利润 (GAAP, 亿元)	411	715	832	942	1,130
YoY(%)		74%	16%	13%	20%
P/E (Non-GAAP)	53	34	29	25	20
P/E (GAAP)	56	32	28	24	20

资料来源：Thomson，中信证券研究部预测。注：股价选取为 2018 年 11 月 14 日收盘价



中信证券  
CITIC SECURITIES

中信证券研究部

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

陈俊云

电话：0755-23835437

邮件：chenjunyun@citics.com

执业证书编号：S1010517080001

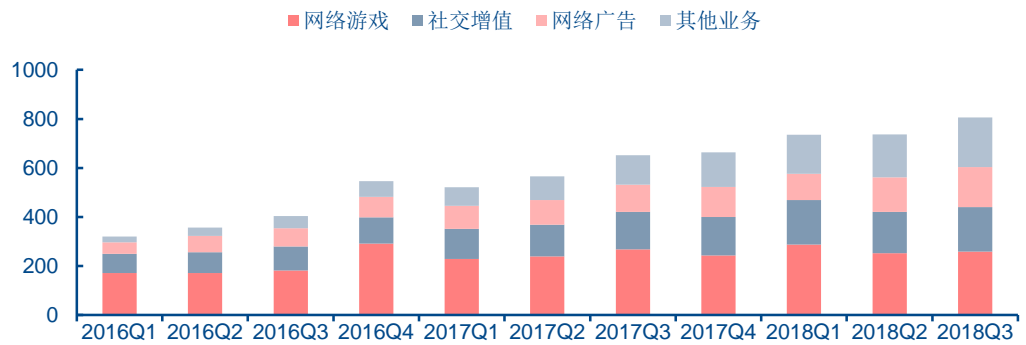
唐思思

电话：021-20262142

邮件：tangsisisi@citics.com

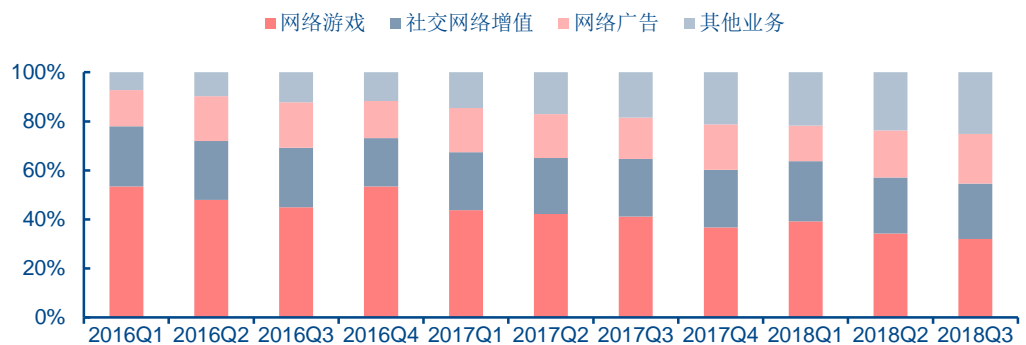
执业证书编号：S1010517080007

图 1: 公司收入数据 (亿元)



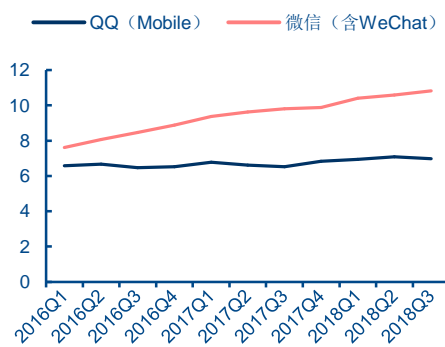
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 2: 公司收入结构



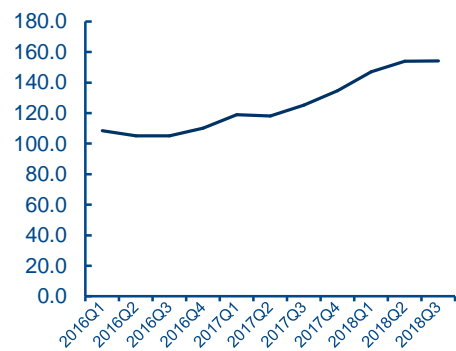
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 3: 公司社交平台用户数 (亿)



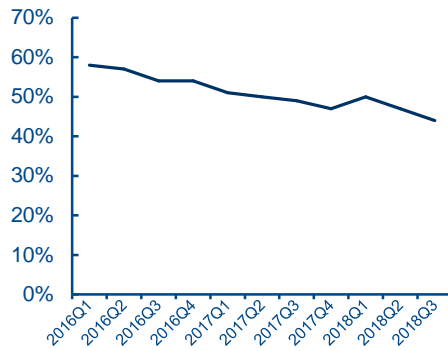
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4: 公司 VAS 业务付费订阅用户数 (百万人)



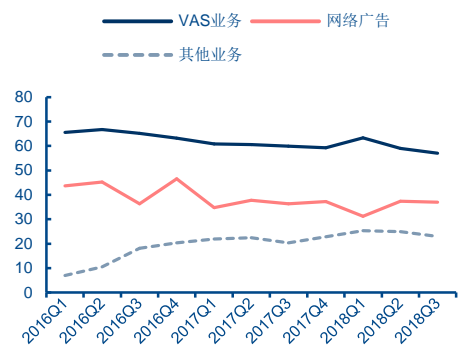
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 5: 公司整体业务毛利率(GAAP)



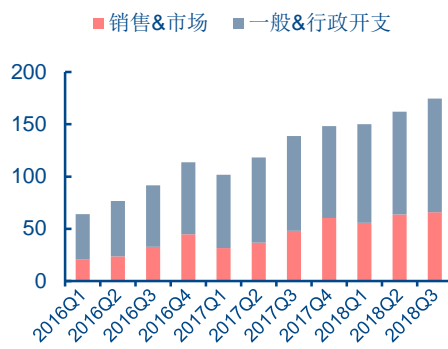
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 6: 公司各业务板块毛利率(%)



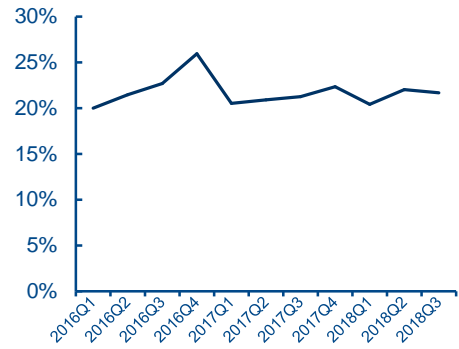
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 7: 公司三项费用 (亿元)



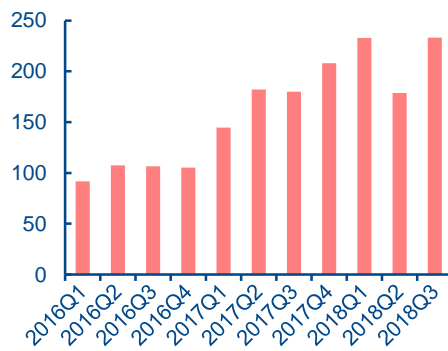
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 8: 公司三项费用率



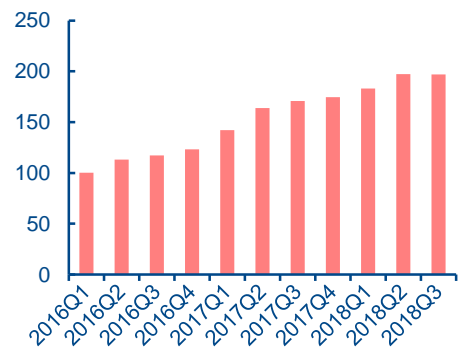
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 9: 公司归属净利润 (GAAP, 亿元)



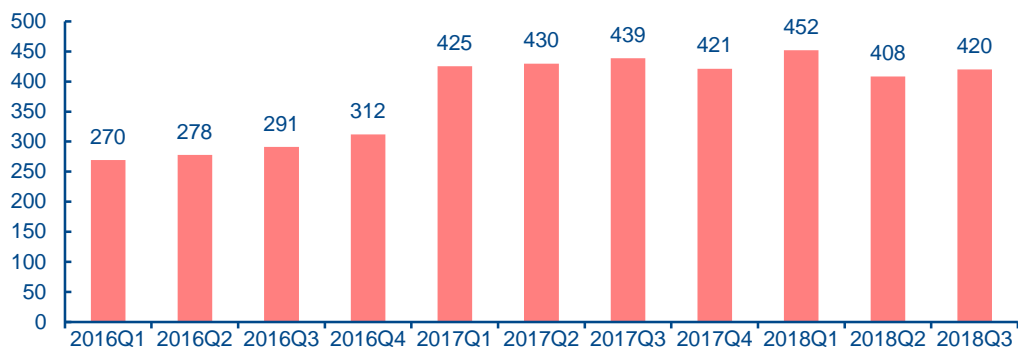
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 10: 公司净利润 (Non-GAAP, 亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 11: 公司递延收入数据 (亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

## 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标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联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia SdnBhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。