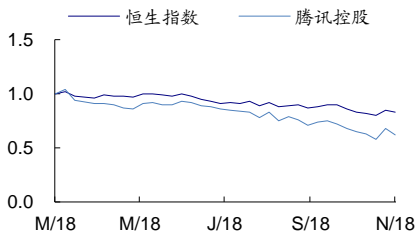


## 证券研究报告—动态报告

**腾讯控股(00700)**

2018年11月15日

**一年该股与恒生指数走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	9,520
总市值/流通(百万港元)	2,591,400
上证综指/深圳成指	2,632/7,909
12个月最高/最低(港元)	475.6/251.4

**相关研究报告:**

《美团点评-W-03690.HK-重大事件快评: 与阿里的竞争或是持久战》——2018-11-12  
 《华虹半导体-01347.HK-业绩超预期, 看好特色工艺战略》——2018-11-09  
 《瑞声科技-02018.HK-智能手机市场低迷, Q3增速下降》——2018-11-09  
 《中芯国际-00981.HK-业绩符合预期, 期待14nm量产》——2018-11-08  
 《港股11月策略: 该关注美国地产价格了》——2018-11-05

**证券分析师: 王学恒**

电话: 010-88005382  
 E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**海外公司财报点评**
**游戏增速放缓, 待监管放松时日**
**● 游戏低于预期, 广告维持高增长**

Q3 公司整体收入增长 24% (Q2 增长 30%), 利润同比增长 30%, 扣非利润同比增长 8% (Q2 扣非利润增长 6%), Q2 PC 游戏同比下滑-15%, 手机游戏增速放缓降至同比 7%, 使得公司的增值业务收入增长低于市场预期。此外, 增值业务毛利率环比下滑 2.5%/同比下滑 3.4%, 反映出受视频内容及直播成本的上升, 以及手机游戏渠道成本增加的综合压力。

**● PC 游戏监管压力持续, 以及遭遇去年 Q3 高基数**

由于 LOL 的用户迁徙到王者荣耀, 穿越火线迁徙到绝地求生, 地下城勇士虽有较大的增长但无法对冲 LOL/穿越火线的下滑, 目前 PC 游戏进入到过渡期。Q3 公司发布了 10 款新游戏, 包括《自由幻想手游》、《我叫 MT4》及《圣斗士星矢》。9 月, 王者荣耀付费用户环比增长, 但 MAU 降至 1.2 亿 (去年同期 1.8 亿), 而绝地求生 MAU 达到 1.4 亿但无法商业化, 因此腾讯的端游向手游过渡的货币化进程受阻。

收费增值用户业务增长 23%至 1.54 亿, 视频订阅用户达到 8200 万, 同比增长 79%。

**● 广告增长稳健, 小程序发布一年用户 2 亿**

Q3 社交广告同比增速 55%, 媒体广告同比增速 16%, 继续保持强劲增速, 虽然 Q2 来自抖音与头条的竞争不可小觑, 但 Q3 抖音的 MAU 已经增长放缓。

其次, 公司小程序已拥有 2 亿日活用户, 生态中有 150 万的开发者上线超过 100 万个小程序。截至 2018 年 11 月, 人均使用超过 20 个小程序, 半年内公共服务用户达 6.5 亿人次, 小程序商业服务日交易量半年内提升 142%。未来小程序可以逐渐构筑成集社交电商、AI 工具、地图等聚集多种服务的超级平台。

**● 支付业务渗透率与线下使用频次超过支付宝**

益普索 Q3 数据显示, 财付通和支付宝的渗透率分别为 84.3%和 63.6%, 推算用户规模分别达到 8.6 亿和 6.6 亿, 与 2018 年 5 月调查相比分别有 0.4 亿和 0.1 亿的增长。我们看到腾讯已经凭借高频、开放, 成长为支付行业的第一, 尽管今年利息收入的减少使得微信业务尚无法规模盈利, 但我们坚信, 伴随微信支付分的推出, 支付业务逐渐将探索数据方向的变现模式。

此外, 云计算前三季度收入超过 60 亿, 估计全年可达 87-90 亿, 接近阿里一半, 预计两者将逐渐缩小差距。

**● 投资建议**

我们预计公司的收入 2018-2019 年增速至 31%、30%, 净利润增速至 13%、9%, 其中扣除投资收益的利润增速为 14%、18%。对应 2018、2019 年的 EPS 为港币 9.6 元、10.4 元, 目标估值区间下调至 360 至 380 元, 对应 2019 年 36 倍-37 倍 PE, 维持增持评级。

**● 风险提示**

美国加息对香港市场的系统性风险, 游戏监管减压的时间延长;

表 1: 公司财务预测

(百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	151,938	237,760	311,004	404,750	509,426
YOY	48%	56%	31%	30%	26%
毛利	84,499	116,925	142,679	175,019	212,187
YOY	38%	38%	22%	23%	21%
其他经营净收益	3,594	20,140	21,349	16,190	15,283
销售费用	-12,136	-17,652	-25,243	-32,380	-40,754
管理费用	-22,459	-33,051	-41,327	-51,760	-62,599
营业利润	56,117	90,302	101,676	112,735	130,740
净利润(含少数股东权益)	41,447	72,471	82,488	90,745	105,643
净利润(归母)	41,095	71,510	80,920	88,023	102,474
YOY	41%	74%	13%	9%	16%
EPS(人民币)	4.32	7.51	8.50	9.25	10.76
EPS(港币)	4.86	8.46	9.57	10.42	12.13

资料来源: 国信证券经济研究所预测

图 1: 微信 MAU



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 2: 王者荣耀 MAU



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 3: 抖音 MAU



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 4: 腾讯视频 MAU



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 5: QQ 浏览器 MAU



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 6: 腾讯新闻 MAU



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 7: 应用宝 MAU



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 8: 绝地求生-刺激战场 MAU



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

**图 9：18 年 Q3 第三方支付渗透率**


资料来源：益普索，国信证券经济研究所整理

**图 10：线下消费类交易份额**

%	交易金额占比			交易笔数占比		
	财付通	支付宝	其它	财付通	支付宝	其它
<b>线下消费类交易[总体]</b>	<b>50(50)</b>	<b>42(44)</b>	<b>8</b>	<b>53(52)</b>	<b>39(42)</b>	<b>8</b>
线下商超零售	56(51)	35(43)	9	58(51)	34(42)	8
线下餐饮支付	53(50)	42(46)	5	54(52)	41(44)	5
团购/外卖订单	46	43	11	49	41	10
日常租车订单支付	58	37	5	62	36	2
日常共享出行支付	47	37	16	47	41	12
日常公共交通出行支付	47	41	12	53	37	10
景点门票/景区内消费	48	45	7	49	46	5
境外出差/旅游/购物	39(41)	48(46)	13	45(36)	48(51)	7
个人健康/护理	50	46	4	54	45	1
票务/娱乐场所内消费	46	45	9	53	46	1

基数：场景支付使用者

资料来源：益普索，国信证券经济研究所整理

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

### 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032