

# 公司報告

## 騰訊 (700 HK)

### 雙引擎幫助公司衝出短期陰霾

■ 騰訊的18年3季度銷售/非GAAP淨利潤同比增長24%/15%，超出市場共識0%/6%。經營利潤/淨利潤同比增長22%/30%

■ 我們上調了2018/19年預測收入1%/2%，上調GAAP盈利4%/2%。重申買入評級，根據分部加總估值法計算的新目標價為414港元

### 監管不確定性下手游穩固增長

**監管情況更新：**我們認為對遊戲行業的監管主要有兩個目的：1) 防止未成年人沉迷遊戲；2) 清理涉及賭博的棋牌類遊戲。騰訊作為行業龍頭率先推出了針對未成年人的健康遊戲系統，在其遊戲中啟用真實ID驗證和面部識別。此外，雖然恢復遊戲審批的時間仍然不確定，根據我們的行業調研顯示，恢復時間可能會在19年一季度末的全國兩會之後。騰訊目前的儲備項目中已有15個遊戲獲得變現許可；主要是有強大IP的RPG和動作類遊戲。

**手游：**收入同比增長7%，环比增長11%（18年二季度：同比增長19%，环比-19%）至195億元人民幣，得益於：1) 新推出的头像個性化物品推動王者榮耀的付費用戶和收入环比增長；2) 10款新遊戲如QQ自由幻想、我叫MT4、聖鬥士星矢將IP粉絲轉化為玩家。**PC端游：**收入同比下跌15%，环比下跌4%至124億元人民幣，源於玩家從PC端轉向移動端，以及去年的高基數影響。

### 具有遠見的业务結構調整帶來毛利率壓力

**三季度毛利率：**同比下跌4.6個百分點，环比下跌2.7個百分點至44.0%，反映了：1) 手游在線上遊戲中的份額提升；2) 低毛利率的廣告和其他業務（如支付和雲）的增長。三季度手游收入佔線上遊戲的52%，同比增長6個百分點。與PC端游相比，手游的渠道成本較高（支付和分發），最高可能佔到手游總流水的50%。**廣告/其他業務**分別佔總收入的20%/25%，同比增長3個和7個百分點。這兩個業務部門的毛利率較低（三季度廣告/其他業務為36.7%/22.8%，增值服務為56.5%），由於他們的收入貢獻上升，因此拖累整體毛利率下滑。我們認為業務結構的調整為公司提供了雙引擎，因為消費互聯網（2C）和工業互聯網（2B）在長期可以提供多樣化的增長潛力。

### 維持買入評級，目標價小幅上調至414港元

我們的分部加總估值是基於：1) 線上遊戲/社交網絡服務/線上廣告的19年預測EV/EBITDA倍數為15x/22x/17x；2) 支付和雲業務6.0x P/S；和3) 對重大投資的估值採用15%折讓。我們的目標價為414港元，相當於36倍19財年預測市盈率。騰訊當前估值為25倍19財年預測市盈率。

### 盈利預測及估值

百萬元人民幣	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	151,938	237,760	311,706	405,878	538,906
增長	48%	56%	31%	30%	33%
非GAAP淨利潤	45,420	65,126	75,394	96,322	134,408
增長	40%	43%	16%	28%	40%
非GAAP攤薄每股盈利(人民幣)	4.8	6.8	7.9	10.0	14.0
每股股息(人民幣)	0.5	0.8	1.1	1.3	1.5
EV/EBITDA (x)	36.3	25.4	21.7	17.1	12.6
市盈率 (x)	52.0	36.5	31.3	25.4	18.4
ROE	28%	32%	27%	24%	27%

注：截至2018年11月15日的收盤價

資料來源：彭博、公司資料、招商證券(香港)預測

劉楠 馬牧野  
+852 3189 6117 +852 3189 6394  
leoliu@cmschina.com.hk mattma@cmschina.com.hk

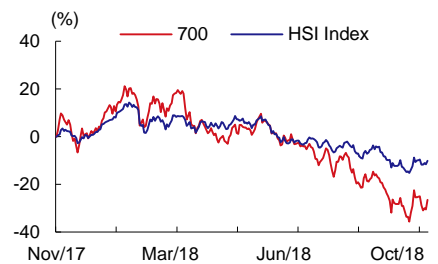
### 最新變動

目標價和盈利預測調整

### 買入

前次評級	買入
股價	HK\$288
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	HK\$414 (+43%)
前次目標價	HK\$421

### 股價表現



資料來源：貝格數據

%	1m	6m	12m
700 HK	(3.0)	(37.8)	(34.4)
恒生指數	(0.6)	(18.7)	(12.0)

### 行業：TMT

恒生指數	26103
MSCI中國指數	72.7

### 重要數據

52周股價區間(港元)	251.4-476.6
港股市值(十億美元)	274
日均成交量(百萬股)	31.4
2018年非GAAP攤薄每股收益(人民幣)	7.9
<b>主要股東</b>	
Naspers Ltd	31.1%
馬化騰	8.6%
JPMorgan Chase & Co	4.1%
總股數(百萬股)	9,520
自由流通量	42.7%

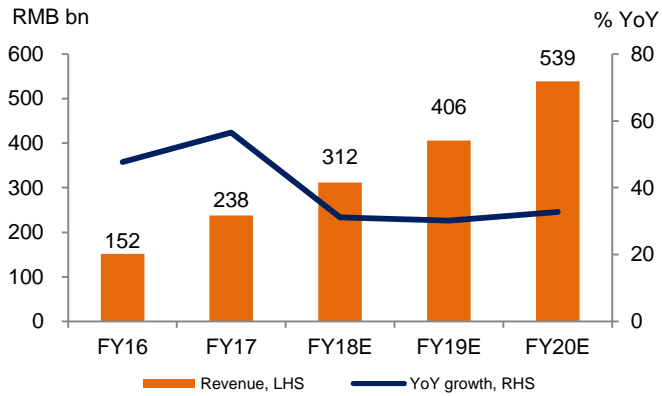
資料來源：彭博、Capital IQ、招商證券(香港)

### 相關報告

- Game Sector: Winner Winner Tencent's Dinner 2018/09/27
- Tencent (700 HK) - Q2 1st take: across-the-board softness esp mobile game 2018/08/15
- China Internet: - Proliferation of mini-program games to benefit WeChat's overall ecosystem 2018/07/06
- Cloud Computing: - AliCloud still dominates in China, as Tencent catches up 2018/07/06
- Tencent (700 HK) - Q1 first take: robust mobile game; solid ads & digital rev
- Tencent (700 HK) - Invest for future growth, spending to weigh on ST margin 2018/03/22
- Online gaming update: Survival games: an innovative category with huge potential 2018/03/06

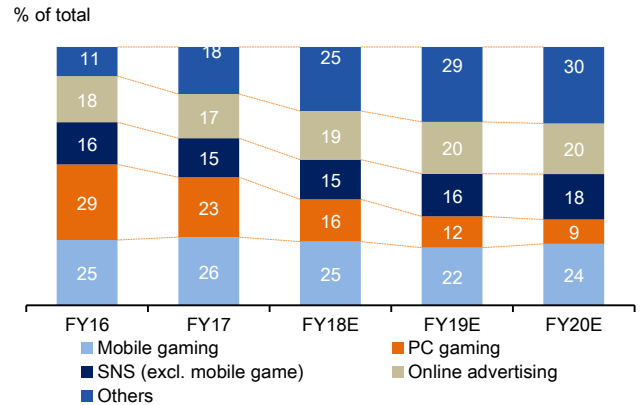
重点图表

图1: 总收入



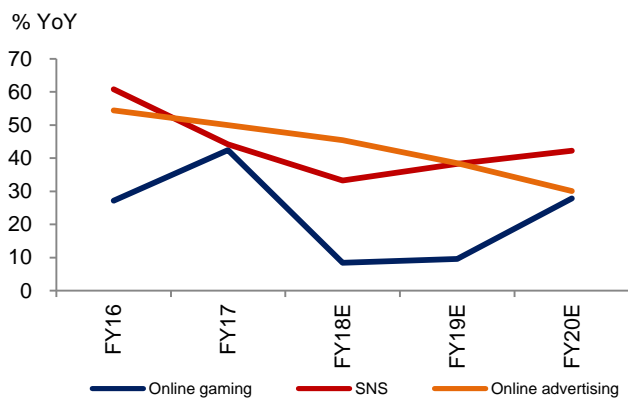
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 收入构成



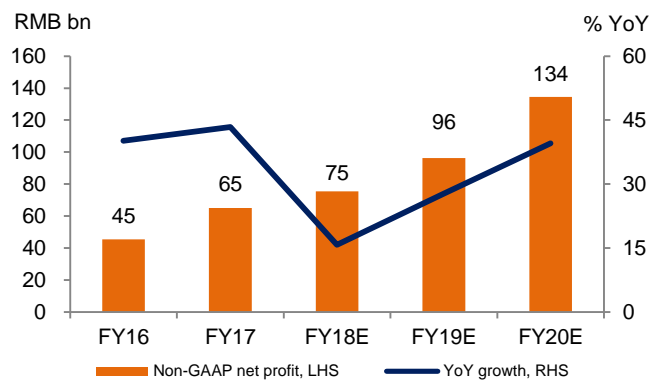
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 分部收入增长



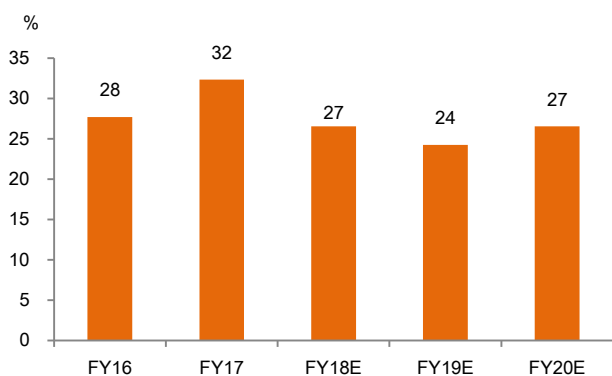
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 非GAAP净利润



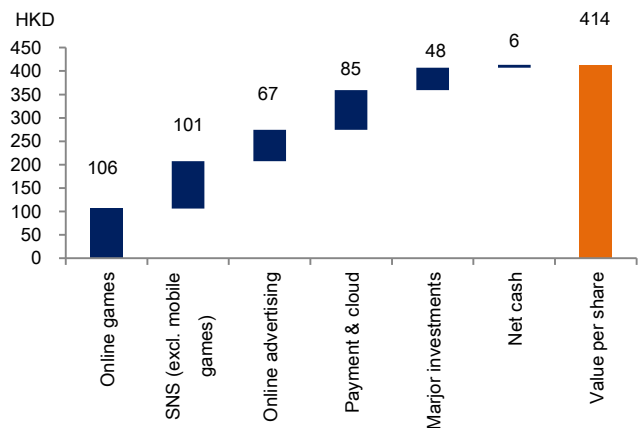
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 净资产收益率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 分部加总估值



注: 主要投资包括京东商城 (JD US) 和58同城 (WUBA US)  
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

## 财务预测表

### 资产负债表

百万元人民币	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
物业、厂房及设备	13,900	23,597	32,023	42,723	56,890
无形资产	36,467	40,266	49,684	62,021	78,922
现金及现金等价物	71,902	105,697	119,333	178,509	268,707
定期存款	55,735	42,089	48,702	72,581	108,914
投资联营和合资公司	70,672	121,605	213,641	216,466	219,207
可供出售投资	83,806	127,218	-	-	-
公允价值的金融资产	-	-	154,760	170,236	187,260
其他	63,417	94,200	90,555	106,564	129,179
<b>总资产</b>	<b>395,899</b>	<b>554,672</b>	<b>708,698</b>	<b>849,101</b>	<b>1,049,070</b>
应付账款	27,413	50,085	67,254	89,868	117,155
其他应付款和应计负债	20,873	29,433	29,433	29,433	29,433
银行借款	69,827	97,790	115,162	107,767	101,495
应付票据	39,670	34,115	70,908	89,881	118,027
其他	51,869	66,156	64,525	73,307	85,275
<b>总负债</b>	<b>209,652</b>	<b>277,579</b>	<b>347,281</b>	<b>390,256</b>	<b>451,385</b>
<b>股本</b>					
股份溢价	17,324	22,204	29,650	38,579	49,357
库存股	-	-	-	-	-
股份奖励计划股份	(3,136)	(3,970)	(3,970)	(3,970)	(3,970)
其他储备金	23,693	35,158	35,158	35,158	35,158
留存收益	136,743	202,682	277,561	363,083	486,944
<b>股东权益总额</b>	<b>174,624</b>	<b>256,074</b>	<b>338,399</b>	<b>432,850</b>	<b>567,489</b>
少数股东权益	11,623	21,019	23,018	25,995	30,204
<b>总权益</b>	<b>186,247</b>	<b>277,093</b>	<b>361,417</b>	<b>458,845</b>	<b>597,693</b>

### 现金流量表

百万元人民币	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>经营活动现金流</b>	<b>65,518</b>	<b>106,140</b>	<b>122,968</b>	<b>153,443</b>	<b>205,309</b>
净利润	41,447	72,471	83,654	99,225	140,319
折旧摊销	12,741	23,611	25,795	33,786	44,379
股权激励	4,313	6,137	7,446	8,929	10,778
联营公司减值准备	4,443	2,555	15,483	4,116	4,173
营运资金变动	10,967	23,663	(3,793)	15,387	16,639
其它	(8,393)	(22,297)	(5,616)	(8,001)	(10,980)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(70,923)</b>	<b>(96,392)</b>	<b>(156,720)</b>	<b>(95,119)</b>	<b>(124,737)</b>
资本支出和购买无形资产	(17,248)	(31,958)	(43,639)	(56,823)	(75,447)
定期存款净额	(14,730)	13,646	(6,613)	(23,879)	(36,333)
其他投资	(38,945)	(78,080)	(106,466)	(14,417)	(12,958)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>31,443</b>	<b>26,598</b>	<b>47,389</b>	<b>852</b>	<b>9,626</b>
借款	37,958	29,012	54,165	11,578	21,874
股息	(3,699)	(5,052)	(6,776)	(10,727)	(12,248)
<b>净现金流</b>	<b>28,464</b>	<b>33,795</b>	<b>13,636</b>	<b>59,176</b>	<b>90,198</b>

注：截至2018年11月15日的收盘价

资料来源：彭博、公司资料、招商证券（香港）预测

### 利润表

百万元人民币	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
营业收入	151,938	237,760	311,706	405,878	538,906
营业成本	(67,439)	(120,831)	(168,135)	(224,670)	(292,886)
<b>毛利</b>	<b>84,499</b>	<b>116,925</b>	<b>143,572</b>	<b>181,207</b>	<b>246,020</b>
利息收入	2,619	3,940	4,478	5,943	8,893
其他收益净额	3,594	20,140	21,370	12,176	16,167
销售和营销费用	(12,136)	(17,652)	(25,862)	(32,561)	(41,564)
一般及行政费用	(22,459)	(33,051)	(40,386)	(46,063)	(60,070)
<b>营业利润</b>	<b>56,117</b>	<b>90,302</b>	<b>103,172</b>	<b>120,702</b>	<b>169,447</b>
净财务成本	(1,955)	(2,908)	(4,686)	(5,808)	(6,463)
联营及合营企业应占亏损	(2,522)	821	1,138	2,058	2,086
税前利润	51,640	88,215	99,624	116,952	165,070
所得税费用	(10,193)	(15,744)	(15,970)	(17,727)	(24,751)
少数股东权益	352	961	1,999	2,977	4,210
<b>净利润</b>	<b>41,095</b>	<b>71,510</b>	<b>81,655</b>	<b>96,248</b>	<b>136,109</b>
<b>非 GAAP 营业利润</b>	<b>58,154</b>	<b>82,023</b>	<b>92,718</b>	<b>118,181</b>	<b>165,005</b>
<b>非 GAAP 净利润</b>	<b>45,420</b>	<b>65,126</b>	<b>75,394</b>	<b>96,322</b>	<b>134,408</b>

### 主要财务比率

	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>年成长率</b>					
营业收入	48%	56%	31%	30%	33%
营业利润	38%	61%	14%	17%	40%
非GAAP净利润	40%	43%	16%	28%	40%
<b>获利能力</b>					
股本回报率	28%	32%	27%	24%	27%
毛利率	56%	49%	46%	45%	46%
非 GAAP 营业利润率	38%	34%	30%	29%	31%
非 GAAP 净利率	30%	27%	24%	24%	25%
<b>每股资料 and 估值 (人民币)</b>					
摊薄每股盈利	4.33	7.50	8.54	10.03	14.13
非 GAAP 基本每股盈利	4.84	6.92	7.98	10.16	14.16
非 GAAP 摊薄每股盈利	4.78	6.83	7.88	10.04	13.95
每股净资产	18.43	27.37	36.02	45.89	59.22
每股股利	0.53	0.79	1.14	1.30	1.51
<b>估值比率</b>					
EV/EBITDA (x)	36.3	25.4	21.7	17.1	12.6
市盈率 (x)	52.0	36.5	31.3	25.4	18.4
市净率 (x)	14.0	8.8	7.0	5.6	4.4
股息率 (%)	0.21	0.31	0.45	0.51	0.58

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 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所评论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关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828