

腾讯 (700 HK)

第三季营收增长超预期，加快业务从C端转型至B端

季营增长优于预期，云及支付业务占比创新高：

腾讯公布了18年第三季度业绩，表现大致合乎市场预期。总营收为80.6亿元人民币，同比增加23.6%，低于我们预期的27%；增值服务收入为44.0亿元人民币，仅同比增加4.6%，占比下降至55%；网络广告收入为162.5亿元人民币，同比增加47.1%，占比上升至20%；支付和云业务收入20.3亿元人民币，同比增加68.5%，占比上升至25%；毛利率率再创新低，为44.0%，同比下跌6.75个百分点；期内归属母公司净利同比增30%至23.3亿元人民币，主要受惠于美团点评上市后公允价值上升的收益。

中泰评论：

游戏实名制影响有限，唯版号问题持续 增值服务收入依旧受到版号问题困扰，导致增长放缓。手游同比增长7.1%至195亿元人民币，主要受益于新游戏的贡献。有关当局第三季仍然暂停发出游戏牌照，公司推出了10只新游戏，包括《自由幻想手游》、《我叫MT4》及《圣斗士星矢》，并透过向独立游戏创作室购买版号，使手游矩阵由累积获版号的游戏达15只，主要为角色扮演游戏和动作类游戏。受益于旺季及皮肤个性化定制，王者荣耀付费用户及收入环比增长。我们认为从现阶段来看，大部分行业的负面消息已经考虑在现价中，包括未成年玩家实施实名制和预期行业监管越趋严格等，问题关键是《绝地求生》何时可以商业化，一旦当局重批游戏版号，游戏业务可重拾增长动力。由于版号的不确定持续，对短期营运仍冲击持续，下调18年预测至同比增15.4%。

广告业务受益于流量增加，APP用户使用时间回升 社交广告受益于微信朋友圈广告资源增加及曝光度提升、小程序广告资源增加、曝光度及点击率提升。媒体广告收入增长主要受益于火爆视频节目如《如懿传》、《扶摇》及《沙海》的广告赞助和广告收入，视频订购用户同比增长79%至8,200万。我们对公司自家制作节目感到乐观，认为巨大的收看率可带来广告变现机会。根据QuestMobile数据，腾讯系APP用户第三季使用时间回升，从7月底的45.9%增至47.3%。我们认为对广告业务而言，人口红利已逐渐消失，用户的使用时间才是赛场，相对其他互联网巨头，腾讯庞大的流量入口，可透过大数据分析用户的消费行为、喜好和消费习惯，以满足广告商需要，预计全年同比增长44%。

支付及云业务持续高速发展 移动支付为国内龙头(按MAU及DAU计)，日均成交量同比上升逾50%，其中线下日均商业支付交易量同比增长200%。云业务收入同比增长超过100%，扩大金融及零售行业的市场份额，付费客户数同比实现超过100%增长。我们认为云业务增长潜力巨大，未来主力发展医疗和智能交通，可以透过提供增值服务予病人和用户等，开拓新市场机会。但云业务从IaaS发展至PaaS和SaaS仍需要一段时间，前期投资费用仍大，相信短期仍未能获取盈利。

投资建议：腾讯三季度业绩优于市场预期，我们认为公司基本面长远仍然稳健，估价从高位已回落43%，目前股值吸引。我们下调18/19年EPS预测，从10.1/12.5港币至9.2/11.2港币，并使用19年32倍市盈率进行估值，目标价从401.3下调至358.4港元，提升至「买入」评级。

风险提示：(1) 港股出现系统性风险 (2) 游戏业务增长不如预期 (3) 广告投放不如预期

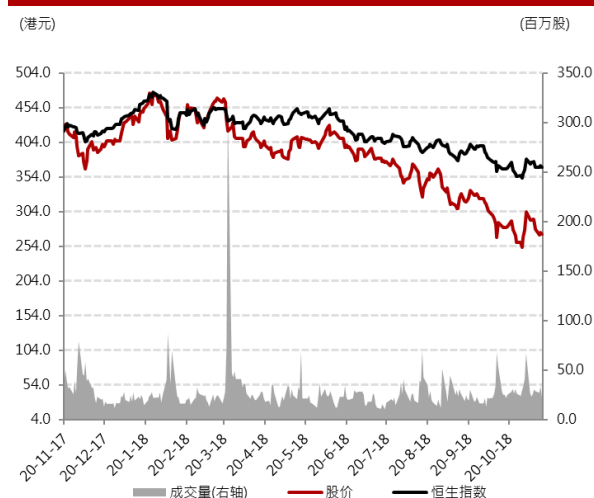
评级：买入；目标价：HK\$358.4

公司基本资料 (更新至2018年11月15日)

最新价	284.00	(港元)
市值	2,703.7	(十亿港元)
流通股比例 (%)	59.94	
已发行总股本 (百万)	9,520.23	(百万股)
52周价格区间	251.4-476.6	(港元)
3个月平均每日成交	8,908.53	(百万港元)
主要股东	MIH	占33.16%

来源：彭博

价格及成交量走势 (过去一年)



来源：彭博

相关报告

第一季营收和利润超预期，支付及云业务收入再次翻倍-20180518

分析师

许汉豪

norman.hui@ztsc.com.hk

图表 1：腾讯 (700 HK) 主要财务数据

(十亿人民币)	真实 16 财年	真实 17 财年	预测 18 财年	预测 19 财年	预测 20 财年
总收入	151.9	237.8	312.1	392.4	443.9
增长率：	47.7%	56.5%	31.2%	25.8%	13.1%
经营利润	56.1	90.3	98.3	116.9	143.4
增长率：	38.1%	60.9%	8.9%	18.9%	22.7%
股东净利润	41.1	71.5	77.4	93.7	115.2
增长率：	42.7%	74.0%	8.2%	21.1%	22.9%
毛利率：	55.6%	49.2%	45.7%	45.4%	45.2%
经营利润率：	36.9%	38.0%	31.5%	29.8%	32.3%
每股盈利 (港元)	4.9	8.5	9.2	11.2	13.7
每股资产净值 (港元)	22.1	32.9	40.2	51.0	64.1

来源：公司资料 · 中泰国际研究部

图表 2：腾讯 (700 HK) 收入损益表

(百万元人民币)	2018 第三季	2017 第三季	同比变 动	变化原因
总收入	80,595	65,210	24%	(1) 智能手机游戏收入的增长；
收入成本	-45,115	-33,529	35%	(2) 数字内容服务贡献增加；
毛利	35,480	61,681	-42%	
利息收入	1,082	1,017	6%	
其他收益净额	8,762	3,918	124%	美团点评于首次公开售股得公允价值变动收益
销售及市场推广开 支	-6,573	-4,812	37%	市场推广开支增加
一般及行政开支	-10,890	-9,058	20%	研发开支及雇员成本增加
经营利润	27,861	22,746	22%	
财务成本净额	-1,492	-524	185%	汇兑亏损
分占联营公司及合 营公司盈利	264	818	-68%	
税前利润	26,633	23,040	16%	
所得税开支	-3,228	-4,993	-35%	应课税盈利及预提所得税较少
净利润	23,405	18,047	30%	

来源：公司资料 · 中泰国际研究部

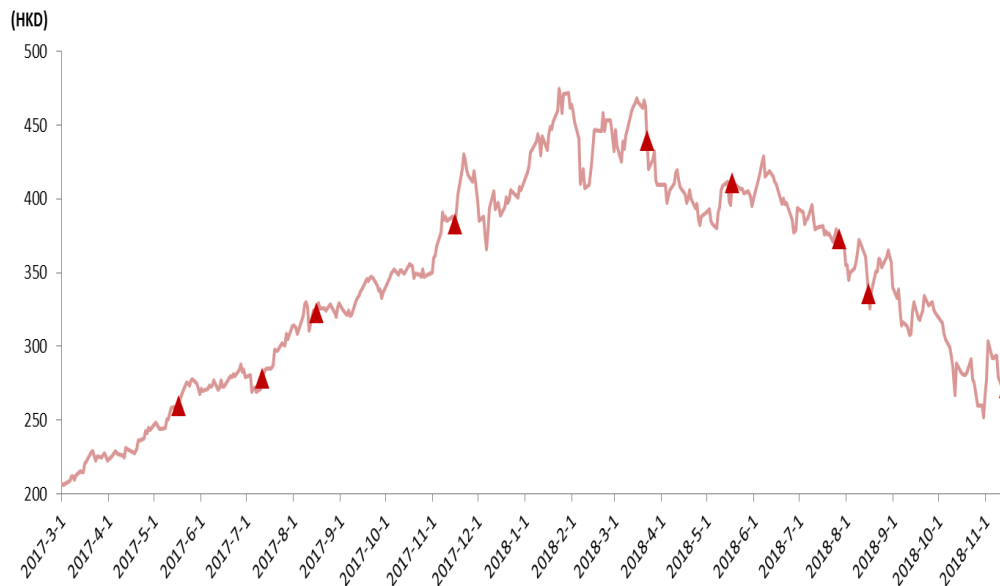
图表 3 : 腾讯 (700 HK) 财务报表 (年结: 12 月 31 日 ; 十亿人民币)

损益表 财务年度截至<12月 31日>十亿人民币	2016	2017	2018	2019	2020	财务分析 财务年度截至<12月 31日>十亿人民币	2016	2017	2018	2019	2020
	年 实际	年 实际	年 预测	年 预测	年 预测		年 实际	年 实际	年 预测	年 预测	年 预测
营业收入	152	238	312	392	444	盈利能力					
营业成本	(67)	(121)	(169)	(214)	(243)	经营利润率(%)	36.9%	38.0%	31.5%	29.8%	32.3%
毛利	84	117	143	178	201	净利率(%)	27.0%	30.1%	24.8%	23.9%	25.9%
营业利润	56	90	98	117	143	营运表现					
除税前溢利	52	87	98	118	145	毛利率(%)	55.6%	49.2%	45.7%	45.4%	45.2%
所得税	(10)	(16)	(20)	(24)	(29)	营业利润率(%)	36.9%	38.0%	31.5%	29.8%	32.3%
归属净利润	41	72	77	94	115	净利润率(%)	27.0%	30.1%	24.8%	23.9%	25.9%
增长						回报率					
总收入(%)	47.7%	56.5%	31.2%	25.8%	13.1%	ROAA(%)	11.7%	15.0%	13.1%	13.8%	14.6%
营业利润(%)	38.1%	60.9%	8.9%	18.9%	22.7%	ROAE(%)	26.7%	30.9%	25.1%	24.4%	23.8%
净利润(%)	42.7%	74.0%	8.2%	21.1%	22.9%	现金流量表 财务年度截至<12月 31日>十亿人民币	2016	2017	2018	2019	2020
资产负债表 财务年度截至<12月 31日>十亿人民币	2016	2017	2018	2019	2020	经营业务产生现金净额	年 实际	年 实际	年 预测	年 预测	年 预测
固定资产	14	24	24	23	23	已付所得税	(10)	(16)	(20)	(24)	(29)
无形资产	36	40	42	43	43	营运活动现金流	66	110	99	110	135
于联营公司的投资	70	114	114	117	120	资本开支	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)
可供出售金融资产	84	127	140	154	169	其他投资活动	-	-	-	-	-
定期存款	5	5	5	4	4	其他	(65)	(61)	(45)	(17)	(18)
非流动资产合计	247	376	386	405	422	投资活动现金流	(71)	(66)	(50)	(22)	(23)
定期存款	50	37	40	40	40	融资活动现金流	31	17	(18)	(3)	(17)
现金及现金等价物	72	106	165	250	345	现金变化	26	61	32	85	95
流动资产合计	149	178	243	328	424	期初持有现金	43	72	133	165	250
总资产	396	555	628	732	845	汇率影响	2	0	0	0	0
应付账款及其他应付款	40	34	37	39	38	期末持有现金	72	106	165	250	345
借款	70	98	87	93	90						
负债合计	210	278	290	304	306						
股份溢价	17	22	25	28	31						
保留盈利	137	203	270	353	456						
股东权益合计	186	277	338	429	539						

来源：公司资料 · 中泰国际研究部

历史建议和目标价

腾讯 (700 HK) 股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2017/5/17	HK\$ 259.8	「增持」(不变)	HK\$286.9
2	2017/7/11	HK\$ 278.4	「增持」(不变)	HK\$286.9
3	2017/8/16	HK\$ 323.2	「增持」(不变)	HK\$362.1
4	2017/11/15	HK\$ 383.0	「增持」(不变)	HK\$420.3
5	2018/03/22	HK\$ 439.4	「增持」(不变)	HK\$461
6	2018/05/17	HK\$ 411.0	「增持」(不变)	HK\$471.3
7	2018/07/27	HK\$ 373.0	「增持」(不变)	HK\$433.7
8	2018/08/16	HK\$ 336.0	「增持」(不变)	HK\$401.3
9	2018/11/14	HK\$ 272.2	「增持」→「买入」	HK\$358.4

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。