



三季度业绩优于市场预期，广告、支付、云服务表现突出

——腾讯控股（0700.HK）2018Q3 点评

2018年11月16日

强烈推荐/首次

腾讯控股

财报点评

谭可	分析师	执业证书编号：S1480510120013
	Email: tanke@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554011

事件：

腾讯科技（0700.HK）于11月14日发布公司2018财年三季度业绩。2018Q3 营收 805.95 亿元人民币，同比增长 24%，基本符合市场预期。归母净利润（GAAP）233.3 亿元，环比增长 31%，同比增长 30%，高于市场预估的 183.9 亿元人民币。非通用会计准则归母净利润（Non-GAAP）197.1 亿元，环比持平，同比增长 15%。毛利率 44.0%，环比下降 2.7 个百分点，同比下降 4.6 个百分点。净利率为 29.0%，环比上升 4.7 个百分点，同比上升 1.4 个百分点。每股基本盈利为人民币 2.085 元，摊薄后为 2.061 元。

公司财务指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	151,938	237,760	319,589	436,642	599,345
营收增长率	47.71%	56.48%	34.42%	36.63%	37.26%
毛利率	84,499	116,925	152,997	193,763	243,809
净利润（百万元）	41,447	72,471	77,061	87,317	97,793
净利润增长率	42.66%	74.01%	6.77%	13.43%	12.10%
净利率	27.05%	30.08%	23.89%	19.83%	16.20%
每股基本收益（元）	4.38	7.60	8.09	9.18	10.29
PE	39.1	45.1	31.1	27.4	24.4
ROE	0.28%	0.33%	26.57%	24.12%	22.12%

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

观点：

- 公司多项业务共同发力，开启“三驾马车”格局。2018Q3 公司增值服务收入 440.5 亿元，YoY5%，QoQ5%，占总营收 55%（2017Q3 占比为 65%）；网络广告收入 162.5 亿元，YoY47%，QoQ15%，占总营收 20%（2017Q3 占比为 17%）；其他业务收入 202.99 亿元，YoY69%，QoQ16%，占总营收 25%（2017Q3 占比为 18%）。
- 网络游戏业务表现平平，手游贡献受端游拖累。2018Q3 网络游戏收入 258.1 亿，占总营收 32%（2017Q3 占 41%），YoY-3.8%，QoQ2.4%。
 - 2018Q3 手游收入 195 亿元，YoY7.1%，QoQ10.8%，主要受惠于新游戏的贡献。公司于本季发布了

10款新游戏, 包括《自由幻想手游》、《我叫MT4》及《圣斗门星失》。根据AppAnnie的公布数据, 按月活计, 《PUBG MOBILE》在国际市场已成为全球(中国除外)第二受欢迎的智能手机游戏。

- 2018Q3端游收入124亿, YoY-15.1%, QoQ-3.9%, 由于用户向手机游戏转移, 以及去年同一季的基数较高所致。但受益于部分重点产品内容更新及有利季节因素, 递延前流水环比增加。

本季推出的智能手机游戏收入的贡献, 部分被端游收入减少所抵消。综合来看, 游戏业务表现平平, 基本符合市场预期。

- **社交网络业务同比增长19%, 社交用户继续增长。** 本季度社交网络业务收入182.36亿元, YoY19%, QoQ8.12%, 包括腾讯视频、全面K歌会员及部分游戏道具收入。运营数据方面:
 - QQ智能终端月活跃账户为6.98亿, YoY6.9%, QoQ-1.5%, 其中年龄为21岁或以下用户的月活跃账户及日活跃账户均录得同比及环比增长, 年轻用户的智能终端月活账户同比增长16%。公司主要信息流分发平台的短视频及小视频日播放次数达70亿, 其中QQ手机版的内置新闻信息流服务QQ看点尤受欢迎。
 - 微信及wechat的合并月活跃用户为10.83亿人, YoY10.5%, QoQ2.3%, 用户参与度增长受惠于小程序及微信支付所提供的使用场景不断增加, 小程序加深了不同行业(如交通运输及医疗保健)间的渗透。
 - 收费增值服务注册账户为1.54亿, YoY23%, QoQ0.1%, 主要来自视频订阅用户的增长, 归因于受欢迎的优质内容, 如电视剧《如懿传》和动画系列《斗罗大陆》。视频订阅用户达8200万, YoY79%, QoQ10%, 主要因为电视剧《扶摇》、《如懿传》及《沙海》及动画系列《斗罗大陆》推动订阅量增长。
- **广告业务为业绩亮点, 朋友圈、公众号与小程序广告变现贡献突出。**
 - 细分来看, 增长最快的为社交及其他广告, 2018Q3收入111.57亿元, YoY61%, QoQ19%, 占网络广告收入69%(2017Q3为63%), 主要受益于小程序、微信朋友圈、QQ看点广告曝光量及点击率的增加。
 - 媒体广告收入50.90亿元, YoY24%, QoQ8%, 占网络广告收入31%(2017Q3为37%), 受惠于多部电视剧的成功商业化及自制综艺节目的成功而带动赞助广告收入的增加, 其中视频广告收入同比增长34%。
- **2B业务发力, 支付及云服务收入增长迅速, 公司保持在中国移动支付市场领先地位。** 2018Q3其他业务收入202.99亿元, YoY69%, QoQ16%, 主要来自集团支付相关服务及云服务收入的贡献。按月活及日活计, 公司日均交易量同比增长50%, 线下日均商业支付交易量同比增长200%。公司于2018年10月推出首款跨境移动支付服务, Wechat Pay HK, 香港用户可在内地以港元进行人民币计价交易。同时公司将金融科技服务扩展至财富管理、小微贷款及保险领域。理财通在其基金产品系列中加入养老基金,

截止本季末资产保有量超过5000亿元。

公司本季度首次披露云服务相关数据, 2018Q3收入同比增长逾一倍及环比两位数百分比增长, 首三季度收入逾人民币60亿元, 公司云服务在游戏及直播领域维持领先地位, 并将继续扩大其在金融及零售等其他行业的市场份额。

- **公司毛利率略有下降, 因支付及云服务业务占比增加所致。**2018Q3公司录得毛利354.8亿元, YoY12.0%, QoQ3.0%。其中, 增值服务录得毛利248.91亿元, YoY-1.3%, QoQ0.3%; 网络广告录得毛利59.68亿元, YoY48.4%, QoQ13.2%; 其他业务毛利46.21亿元, YoY88.7%, QoQ6.0%。

2018Q3公司综合毛利率为44.0%, YoY-4.6bpt, QoQ-2.7bpt。细分来看, 增值服务毛利率为44.0%, YoY-3.4bpt, QoQ-2.5bpt, 主要受视频内容及直播成本上升以及手机游戏渠道成本的增加所致; 网络服务毛利率为36.7%, 同比环比基本持平; 其他类毛利率为22.8%, YoY2.4bpt, QoQ-2.1bpt。主要受支付相关业务及云服务的基础设施建设成本增加所致。云业务现阶段低利润率因为停留在基础设施阶段, 长期公司的服务会从IaaS开始发展到PaaS、SaaS, 规模效应将带来利润率的提升。

- **费用率环比持平。**销售费用 65.73 亿, YoY17%, QoQ3%, 费用率为 8.2% (环比持平); 一般及行政费用 (包含研发费用) 为 108.90 亿, YoY20%, QoQ10%, 费用率为 13.5% (环比持平), 主要增长是由于研发开支及雇员成本增加, 截止三季度末, 公司聘用员工 52612 名, 同比增长 21%, 总酬金增长 17%。
- **受益于其他收益增长, 公司季内纯利率29%, 环比增加4个百分点。**其他收益净额同比增长123.6%至87.62亿元。主要涉及若干投资公司的估值增加, 包括美团点评于首次公开售股后所得公允价值收益。除此之外, 公司投资相关项目产生的其他收益净额较去年同期增加: 腾讯于2018年9月末于上市投资公司权益的公允价值为2731.04亿元, 较6月末增长334.14亿元或13.9%。另外, 集团于联营公司的投资资产达2141.78亿元, 较2017年末大幅增长88.2%或1003.99亿元

结论:

截止三季度末, 公司游戏推出计划内拥有 15 款已获商业化批准的游戏, 与去年同期持平。IG 在 LoL 全球总决赛成为中国首支多款的电竞团队, 创下观战人数新纪录。虽然目前新游戏版本号审批暂停, “吃鸡”手游变现不利, 但国内电竞行业热度不减, 公司仍为中国领先的游戏企业。同时广告、云服务以及支付增长强劲, 开启“三驾马车”格局, 新一轮的组织结构调整正重塑公司长期竞争力, 未来挑战与机会并存。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 8.09 元、9.18 元、10.29 元, 当前价格对应 PE 分别为 31.1X、27.4X、24.4X, 基于其独特的竞争优势, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

版本号审批持续暂停, 新游戏表现不及预期, 广告增速低于预期。

利润表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	151,938	237,760	319589	436642	599344
营业成本	67,439	120,835	166591	242879	355536
毛利	84,499	116,925	152997	193762	243808
利息收入	2,619	3,940	3,280	3,610	3,445
其他收益净额	3,594	20,140	8762	4381	4381
销售及市场推广开支	-12,136	-17,652	-24627	-33032	-45762
一般及行政开支	-22,459	-33,051	-45833	-61659	-85294
经营盈利	56,117	90,302	94578	107062	120577
财务成本净额	-1,955	-2,908	-2302	-2302	-2302
分占联营公司及合营公司亏损/盈利	-2,522	821	1526	1526	763
除税前盈利	51,640	88,215	93802	106286	119038
所得税开支	-10,193	-15,744	-16741	-18969	-21245
期内盈利	41,447	72,471	77,061	87,317	97,793
下列人士应占					
本公司权益持有人	41,095	71,510	76,348	86,604	97,080
非控制性权益	352	961	713	713	713
归属于本公司权益持有人的每股盈利					
每股盈利基本 (元)	4.38	7.60	8.09	9.18	10.29
每股盈利摊薄 (元)	4.34	7.53	7.98	9.06	10.15

资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
存货	263	295	295	295	295
应收账款	10152	16549	19499	29644	37885
预付款项、按金及其他资产	14118	17110	22998	31422	43130
定期存款	50320	36724	36724	36724	36724
受限制现金	750	1606	2158	2949	4048
现金及现金等价物	71902	105697	224587	339862	465264
流动资产合计	149153.9	178445	306262	440896	587347
固定资产	23748	31871	48846	69087	101225
投资物业	854	800	800	800	800
无形资产	36467	40266	38086	35582	33555
对联营公司的投资	70042	113779	113779	113779	113779
递延所得税资产	7033	9793	9793	9793	9793
可供出售金融资产	83806	127218	188611	157914	173262
定期存款	5415	5365	5390	5377	5383
其他	19380	47134	0	0	0
非流动资产合计	246745	376226	376226	376226	376226

资产合计	39589	554671	682488	817122	963573
应付账款	27413	50085	56587	99059	128690
借款	12278	15696	15696	15696	15696
流动所得税负债	5219	8708	8708	8709	8710
其他税项负债	745	934	934	934	934
递延收入	31203	42132	47151	51741	55162
其他应付款项	24339	34185	45950	62780	86173
流动负债合计	101197	151740	175028	238920	295366
借款	57549	82094	82094	82094	82094
应付票据	36204	29363	59714	47545	45028
长期应付款项	4935	3862	3862	3862	3862
递延所得税负债	5153	5975	5619	4959	4427
递延收入	4614	4545	5516	6940	9002
非流动负债合计	108455	125839	156805	145401	144414
负债合计	209652	277579	331834	384321	439781
本公司权益持有人应占权益	174624	256074	324055	399970	484060
股本溢价	17324	22204	22204	22204	22204
股份奖励计划所持股份	-3136	-3970	-3970	-3970	-3970
其他储备	23693	35158	35158	35158	35158
保留盈利	136743	202682	270663	346578	430668
非控制性权益	11623	21019	26599	32830	39732
权益总额	186247	277093	350655	432801	523792

现金流量表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量						
期内盈利	29,108	41,447	72,471	77,061	87,317	97,793
所得税费用	7,108	10,193	15,744	16,741	18,969	21,245
折旧	3,159	3,716	4,880	5,506	8,456	10,124
营运资金变动	6,389	10,967	23,663	14,448	45,323	36,496
其他	4,714	9,711	3,244	12,191	7,819	7,617
经营活动产生的现金流量	50,478	76,034	120,002	125,947	167,884	173,275
投资活动产生的现金流量						
资本开支	-8415	-9874	-12126	-21856	-27405	-39302
其他	-55190	-61049	-84266	-26941	-30998	-35988
投资活动产生的现金流量净额	-63605	-70923	-96392	-48797	-58403	-75290
融资活动产生的现金流量						
向本公司股东支付股息	-2640	-3699	-5052	-8366	-10688	-12990
向非控股股东派发股息	-549	-907	-946	-1566	-2001	-2432
收购附属公司非控制性权益-筹资活动	-4547	-1364	-927	0	0	0

融资活动产生的现金流量净额	18528	31443	26598	-9933	-12690	-15423
现金及现金等价物增加净额	354	26038	36346	51968	80018	64111

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入增长	47.7%	56.5%	34.4%	36.6%	37.3%
EBITDA 增长	44.2%	43.9%	28.7%	15.5%	11.1%
净利润增长	42.7%	74.0%	6.8%	13.4%	12.1%
Non-GAAP 净利润增长	40.8%	43.4%	-0.3%	20.0%	17.0%
获利能力					
毛利率	55.6%	49.2%	47.9%	44.4%	40.7%
净利率	27.0%	30.1%	23.9%	19.8%	16.2%
ROA	15.3%	19.2%	12.5%	11.6%	11.0%
ROE	27.9%	33.2%	26.6%	24.1%	22.1%
偿债能力					
资产负债比率	53.0%	50.0%	48.6%	47.0%	45.6%
流动比率	1.47	1.18	1.75	1.85	1.99
速动比率	1.47	1.17	1.75	1.84	1.99
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.50	0.52	0.58	0.67
应收账款周转率	17.65	17.81	17.73	17.77	17.75
每股指标 (元)					
每股基本收益(基本)	4.38	7.60	8.09	9.18	10.29
每股基本收益(摊薄)	4.34	7.53	7.98	9.06	10.15
估值比率					
P/E	39.1	45.1	31.1	27.4	24.4
P/B	9.8	13.8	6.9	5.5	4.6

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

分析师简介

分析师: 谭可

海外研究组组长, 2007年加盟东兴证券研究所, 曾外派香港研究港股市场。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。