

## 騰訊 (700 HK)

### 手游加速增長，憧憬生存類新游梯度接力

- ❖ **3Q17 業績全綫超預期，收入增長加速。**公司 3Q17 收入 652 億元（人民幣·下同），同比增長 61%，較一致預期高 7%；Non-GAAP 淨利潤為 171 億元，同比增長 45%，較一致預期高 4%。主要受益於手游超預期、支付等新興業務的高速增長、以及數字內容的亮眼表現。
- ❖ **爆款手游增加，憧憬生存射擊類手游梯度接力。**3Q17 公司游戲收入同比增長 48%（持續加速），手游同比大漲 84%，受益於爆款《王者榮耀》、及新游《魂鬥羅》、《天龍八部》的巨大貢獻。我們看好游戲業務的強勁增長動力及多元化組合：1)《王者榮耀》穩居暢銷榜 TOP1；頭部新游數量穩中有升（如：自研游戲《亂世王者》穩居暢銷榜 TOP15）；2) 4Q17 及 FY18 游戲儲備依舊強勁，《擇天記》、《劍網3》等備受期待；此外，我們認為“吃雞類”游戲有望再掀游戲消費熱潮，而公司代理的《光榮使命》預約數已超 2,000 萬、《穿越火綫：荒島特訓》版本更新後迅速躋身免費榜前十，表現亮眼。3) 電競賽事有望成為後期增量補充，且重度游戲、電競、直播的多重驅動下端游增長有望提振；4) 各類型游戲 ARPU 顯著增長，體現游戲玩家付費意願的提升。我們預計游戲 FY17-19 收入 CAGR 為 19%，其中手游 CAGR 為 31%。
- ❖ **騰訊視頻表現靚麗，看好算法優化下轉化率及點擊量的提升。**3Q17 廣告收入同比增長 48%，其中媒體/社交廣告分別同比增長 29%/63%，符合預期。媒體廣告層面，騰訊視頻表現靚麗：MAU 及用戶時長穩健增長的同時，視頻廣告大幅增長，且付費會員數超 4,300 萬，領先同業，受益於 3Q17《那年花開月正圓》等精品劇的播出。看好視頻及新聞在內容升級及算法優化下點擊量的增加。社交廣告層面，在保證微信體驗的同時，我們認為朋友圈廣告填充率有望提升（尤其在一線城市），後期憑藉競價機制優化同樣可帶動轉化率的增長。
- ❖ **支付及其他業務高增長持續。**其他業務同比增長 143%，收入占比擴大至 18%。其中該部分業務毛利率環比下滑 2 個百分點，歸因於移動支付市場推廣加大，後期有望恢復。此外，看好公司金融科技鏈的不斷完善和業務協同（微信支付綫下滲透加速、微眾銀行盈利、微保試水等）。
- ❖ **“內容+AI”為長期增長引擎，旗下公司分拆上市釋放估值。**公司將通過“百億計劃”扶持內容創業，重點捕捉信息流的高速發展；同時，強調海量數據優勢及技術輸出，發揮騰訊雲在游戲、金融、醫療的獨特優勢。此外，我們認為騰訊將持續受益於戰略投資公司的分拆上市，且將會是內容付費產業崛起的最大受益者（在綫閱讀/音樂/視頻產品均為市場 TOP1）。
- ❖ **恢復覆蓋，維持「買入」評級。**限制性名單剔除後，我們恢復覆蓋騰訊，並給予買入評級。看好收入全綫高增長，以對沖淨利潤率攤薄影響（收入結構變化），我們預計 FY17-19E EPS CAGR 為 26.3%。基於 SOTP 估值：1) 核心主業每股價值 400 港元（DCF 估值），及 2) 投資組合每股價值 31 港元，給予目標價 430.9 港元，對應 42x FY18E PE。重申買入評級。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	102,863	151,938	238,507	315,338	408,504
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	32,410	45,420	64,765	81,980	103,312
調整後 EPS (人民幣)	3.4	4.8	6.8	8.6	10.9
EPS 變動 (%)	33%	39%	43%	27%	26%
市盈率 (x)	105.1	74.3	48.5	39.1	30.4
市帳率 (x)	24.8	16.4	12.6	9.7	7.5
股息率 (%)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
權益收益率 (%)	23.8	22.3	26.1	25.1	25.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

#### 買入 (恢復覆蓋)

目標價	HK\$430.9
(此前目標價)	HK\$301.1)
潛在升幅	+10.0%
當前股價	HK\$391.8

#### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

#### TMT 行業

市值(百萬港元)	3,685,583
3 月平均流通量(百萬港元)	6,492.0
5 周內股價高/低(港元)	399/180
總股本(百萬)	9,477.1

資料來源：彭博

#### 股東結構

Naspers Ltd	33.2%
馬化騰	8.6%
JP Morgan Chase	5.5%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	11.0%	8.3%
3-月	21.6%	13.2%
6-月	49.7%	30.1%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

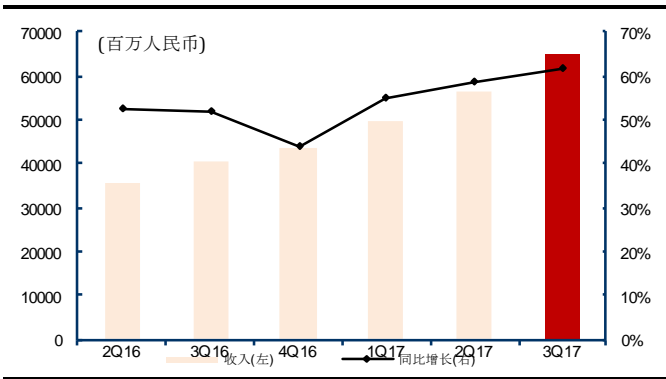
公司網站：www.tencent.com

圖 1: 季度財務概覽

(百万人民币)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	3Q17 YoY	3Q17 QoQ
收入	35,691	40,388	43,864	49,552	56,606	65,210	61%	15%
互联网增值服务	25,680	27,975	29,191	35,108	36,804	42,124	51%	14%
网络广告	6,532	7,449	8,288	6,888	10,148	11,042	48%	9%
电子商务交易	0	0	0	0	0	0		
其他	3,479	4,964	6,385	7,556	9,654	12,044	143%	25%
销售成本	(15,235)	(18,560)	(20,238)	(24,109)	(28,300)	(33,529)	81%	18%
毛利	20,456	21,828	23,626	25,443	28,306	31,681	45%	12%
毛利率	57%	54%	54%	51%	50%	49%	-5ppts	-1ppts
销售费用	(2,365)	(3,277)	(4,462)	(3,158)	(3,660)	(4,812)	47%	31%
销售/收入比重	-7%	-8%	-10%	-6%	-6%	-7%		
行政费用	(5,299)	(5,883)	(6,909)	(7,012)	(8,170)	(9,058)	54%	11%
行政/收入比重	-15%	-15%	-16%	-14%	-14%	-14%		
经营利润	14,329	14,460	13,930	19,272	22,560	22,746	57%	1%
其他收益(费用)	(669)	(1,223)	(1,005)	(1,066)	(336)	294	-124%	-188%
税前利润	13,660	13,237	12,925	18,206	22,224	23,040	74%	4%
所得税	(2,780)	(2,461)	(2,402)	(3,658)	(3,970)	(4,993)	103%	26%
非控制股东权益	(143)	(130)	6	(72)	(23)	(41)	-68%	78%
净利润	10,737	10,646	10,529	14,476	18,231	18,006	69%	-1%
NonGAAP 净利润	11,319	11,737	12,332	14,211	16,391	17,070	45%	4%
NonGAAP 净利润率	32%	29%	28%	29%	29%	26%	-3ppts	-3ppts

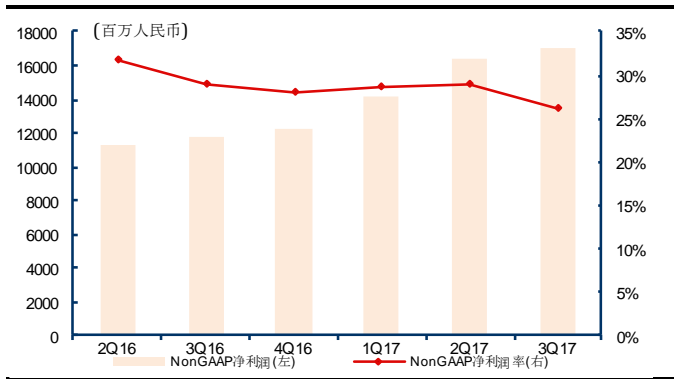
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 季度收入及增速



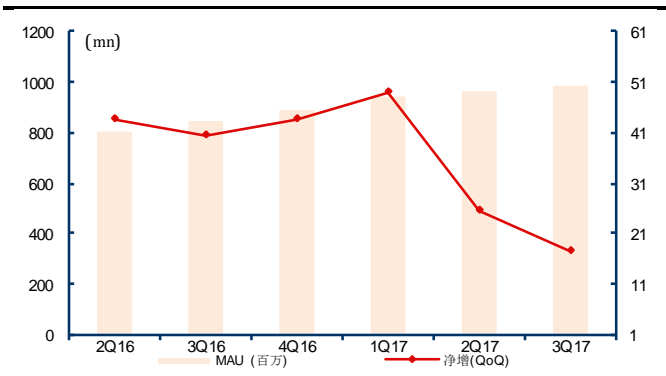
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: Non GAAP 淨利潤



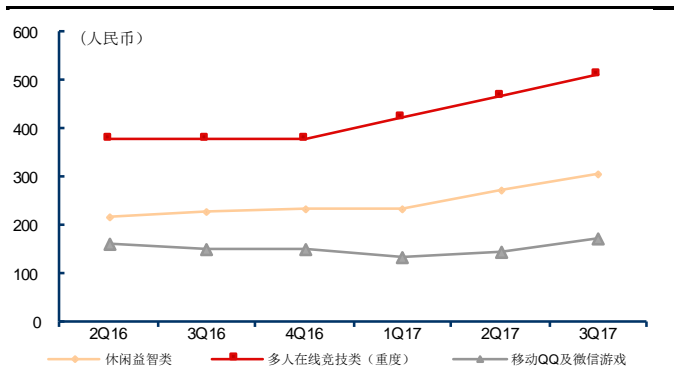
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 4: 微信及 WeChat MAU



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 各類遊戲 ARPU 中值



資料來源：公司，招銀國際研究

## 估值預測

恢復覆蓋，維持「買入」評級。限制性名單剔除後，我們恢復覆蓋騰訊，并給予買入評級。看好收入全綫高增長，以對沖淨利潤率攤薄影響（收入結構變化），我們預計 FY17-19E EPS CAGR 為 26.3%。基于 SOTP 估值：1) 核心主業每股價值 400 港元 (DCF 估值)，及 2) 投資組合每股價值 31 港元，給與目標價 430.9 港元，對應 42x FY18E PE。重申買入評級。

圖 6：DCF 估值測算及敏感度分析

DCF 估值模型 (百万人民币)	高速成長期					穩定成長期				
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
現金流量預測										
息稅前利潤	101,238	129,169	159,459	191,243	223,645	255,854	287,173	317,053	345,094	371,037
實際稅項	-19,366	-24,879	-30,713	-36,835	-43,075	-49,279	-55,311	-61,066	-66,467	-71,464
折舊與攤銷	17,485	19,866	22,449	25,143	27,908	30,699	33,462	36,139	38,669	40,989
營運資本變動	13,713	13,935	13,796	13,658	13,521	13,386	13,252	13,120	12,989	12,859
資本開支	-30,499	-32,024	-33,625	-35,306	-36,719	-37,820	-38,955	-40,123	-40,926	-41,744
自由現金流量	82,571	106,068	131,366	157,903	185,281	212,840	239,621	265,122	289,359	311,676
自有現金流同比增速	22%	28%	24%	20%	17%	15%	13%	11%	9%	8%
折合至 2017 年的現金流量 永續期折現值	75,408	88,462	100,055	109,833	117,696	123,472	126,948	128,273	127,853	2,118,672 4,938,874

基本參數	
WACC	9.5%
長期增長率	3.0%
債券價值	0

公司價值計算	
現金流折現	3,116,670
減：淨金融負債	-105,037
減：少數股東權益	669
股本價值	3,221,039
股本數量 (預期)	9,477
核心主業之每股價值 (港元)	399.9
(+) 投資組合 (港元/每股)	31.1
目標價 (港元)	430.9

資料來源：公司，招銀國際預測

		WACC				
		7%	8%	10%	11%	12%
長期增長率	~					
	1.5%	567.3	475.4	381.6	318.4	286.8
	2.0%	605.5	500.2	395.9	327.3	293.4
	2.5%	652.3	529.5	412.2	337.2	300.8
	3.0%	710.7	564.7	430.9	348.3	308.9
	3.5%	785.9	607.7	452.9	360.9	318.0
	4.0%	886.1	661.5	478.8	375.3	328.3
4.5%	1026.4	730.6	509.8	391.9	339.9	

## 利潤表

年结 : 12 月 31 日 ( 百万人民币 )	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>102,863</b>	<b>151,938</b>	<b>238,507</b>	<b>315,338</b>	<b>408,504</b>
互联网增值服务	80,669	107,810	158,000	193,902	234,658
网络广告	17,468	26,970	40,185	56,922	77,074
电子商务交易	-	-	-	-	-
其他	4,726	17,158	40,321	64,514	96,771
销售成本	(41,631)	(67,439)	(119,983)	(160,553)	(209,766)
<b>毛利</b>	<b>61,232</b>	<b>84,499</b>	<b>118,524</b>	<b>154,785</b>	<b>198,738</b>
销售费用	(7,993)	(12,136)	(16,695)	(21,285)	(26,553)
行政费用	(16,825)	(22,459)	(33,391)	(42,413)	(53,923)
利息收入	2,327	2,619	3,143	3,771	4,526
其他收益	1,886	3,594	10,560	6,380	6,380
<b>经营利润</b>	<b>40,627</b>	<b>56,117</b>	<b>82,141</b>	<b>101,238</b>	<b>129,169</b>
融资成本	(1,618)	(1,955)	(3,128)	(3,128)	(3,128)
联营公司	(2,793)	(2,522)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>36,216</b>	<b>51,640</b>	<b>79,013</b>	<b>98,110</b>	<b>126,041</b>
所得税	(7,108)	(10,193)	(15,596)	(19,366)	(24,879)
非控制股东权益	(302)	(352)	(539)	(669)	(859)
<b>净利润</b>	<b>28,806</b>	<b>41,095</b>	<b>62,878</b>	<b>78,076</b>	<b>100,303</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>32,410</b>	<b>45,420</b>	<b>64,765</b>	<b>81,980</b>	<b>103,312</b>

来源: 公司及招銀國際研究部預測

## 資產負債表

年结 : 12 月 31 日 ( 百万人民币 )	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流动资产</b>	<b>151,440</b>	<b>246,745</b>	<b>285,554</b>	<b>327,192</b>	<b>372,733</b>
物业、厂房及设备	9,973	13,900	17,850	21,251	24,397
联营公司	66,945	80,299	96,233	115,353	138,298
投资物业	292	854	854	854	854
无形资产	13,439	36,467	40,792	44,514	47,710
其他	60,791	115,225	129,825	145,219	161,474
<b>流动资产</b>	<b>155,378</b>	<b>149,154</b>	<b>196,276</b>	<b>251,436</b>	<b>325,672</b>
现金及现金等价物	43,438	71,902	104,991	147,720	206,882
受限制现金	54,731	750	750	750	750
初步为期限超过三个月的定期存款	37,331	50,320	50,320	50,320	50,320
应收贸易款项	18,458	24,270	38,098	50,371	65,253
存货	222	263	468	626	818
关连款项	-	-	-	-	-
其他	1,198	1,649	1,649	1,649	1,649
<b>流动负债</b>	<b>124,406</b>	<b>101,197</b>	<b>130,227</b>	<b>156,371</b>	<b>185,380</b>
借债	11,429	12,278	12,278	12,278	12,278
应付贸易账款	<b>85,899</b>	<b>48,286.00</b>	<b>77,316</b>	<b>103,460</b>	<b>132,469</b>
应付税项	2,070	5,964	5,964	5,964	5,964
关连款项	-	-	-	-	-
其他	25,008	34,669	34,669	34,669	34,669
<b>非流动负债</b>	<b>60,312</b>	<b>108,455</b>	<b>108,455</b>	<b>108,455</b>	<b>108,455</b>
借债	12,922	57,549	57,549	57,549	57,549
递延税项	3,668	5,153	5,153	5,153	5,153
其他	43,722	45,753	45,753	45,753	45,753
<b>净资产总值</b>	<b>122,100</b>	<b>186,247</b>	<b>243,148</b>	<b>313,802</b>	<b>404,570</b>
股东权益	120,035	174,624	230,986	300,972	390,881
少数股东权益	2,065	11,623	12,162	12,830	13,689

来源: 公司及招銀國際研究部預測

## 現金流量表

年结 : 12 月 31 日 ( 百万人民币 )	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	29,108	41,447	63,417	78,745	101,162
折旧和摊销	6,674	12,741	14,993	17,485	19,866
营运资金变动	7,588	11,653	11,854	9,941	9,410
税务开支	(5,047)	(10,516)	(15,596)	(19,366)	(24,879)
其他	7,108	10,193	15,596	19,366	24,879
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>45,431</b>	<b>65,518</b>	<b>90,264</b>	<b>106,171</b>	<b>130,438</b>
购置固定资产、无形资产及土地	(13,105)	(18,754)	(29,047)	(30,499)	(32,024)
联营公司	(15,399)	(10,116)	(15,934)	(19,121)	(22,945)
其他	(35,101)	(42,053)	(5,509)	(5,732)	(5,913)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(63,605)</b>	<b>(70,923)</b>	<b>(50,489)</b>	<b>(55,351)</b>	<b>(60,882)</b>
股份发行	169	225	-	-	-
净银行借贷	13,029	37,464	-	-	-
股息	(2,640)	(3,699)	(6,516)	(8,091)	(10,394)
其他	7,970	(2,547)	(170)	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>18,528</b>	<b>31,443</b>	<b>(6,686)</b>	<b>(8,091)</b>	<b>(10,394)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>354</b>	<b>26,038</b>	<b>33,089</b>	<b>42,729</b>	<b>59,162</b>
年初现金及现金等价物	42,713	43,438	71,902	104,991	147,720
汇兑	371	2,426	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>43,438</b>	<b>71,902</b>	<b>104,991</b>	<b>147,720</b>	<b>206,882</b>
受限制现金	54,731	750	750	750	750
<b>资产负债表上的现金</b>	<b>98,169</b>	<b>72,652</b>	<b>105,741</b>	<b>148,470</b>	<b>207,632</b>

来源: 公司及招銀國際研究部預測

## 主要比率

年结 : 12 月 31 日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>销售组合 (%)</b>					
互联网增值服务	78.4	71.0	66.2	61.5	57.4
网络广告	17.0	17.8	16.8	18.1	18.9
电子商务交易	-	-	-	-	-
其他	4.6	11.3	16.9	20.5	23.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>增长 (%)</b>					
收入	30.3	47.7	57.0	32.2	29.5
毛利	27.4	38.0	40.3	30.6	28.4
经营利润	33.0	38.1	46.4	23.2	27.6
净利润	21.0	42.7	53.0	24.2	28.5
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	59.5	55.6	49.7	49.1	48.7
税前利率	35.2	34.0	33.1	31.1	30.9
净利润率	28.0	27.0	26.4	24.8	24.6
调整后净利润率	31.5	29.9	27.2	26.0	25.3
有效税率	19.6	19.7	19.7	19.7	19.7
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.2	1.5	1.5	1.6	1.8
平均应收账款周转天数	54.7	51.3	47.7	51.2	51.7
平均应付账款周转天数	498.5	363.1	363.1	363.1	363.1
平均存货周转天数	2.0	1.3	1.1	1.2	1.3
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	23.8	22.3	26.1	25.1	25.0
资产回报率	9.5	10.5	13.2	13.6	14.5
<b>每股数据</b>					
每股盈利 (人民币)	3.1	4.4	6.7	8.3	10.7
每股股息 (人民币)	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3
每股账面值 (人民币)	13.1	19.9	25.9	33.5	43.1

来源: 公司及招銀國際研究部預測



## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。