

腾讯 (700 HK)

手游加速增长，憧憬生存类新游梯度接力

- ❖ **3Q17 业绩全线超预期，收入增长加速。**公司 3Q17 收入 652 亿元（人民币·下同），同比增长 61%，较一致预期高 7%；Non-GAAP 净利润为 171 亿元，同比增长 45%，较一致预期高 4%。主要受益于手游超预期、支付等新兴业务的高速增长、以及数字内容的亮眼表现。
- ❖ **爆款手游增加，憧憬生存射击类手游梯度接力。**3Q17 公司游戏收入同比增长 48%（持续加速），手游同比大涨 84%，受益于爆款《王者荣耀》、及新游《魂斗罗》、《天龙八部》的巨大贡献。我们看好游戏业务的强劲增长动力及多元化组合：1)《王者荣耀》稳居畅销榜 TOP1；头部新游数量稳中有升（如：自研游戏《乱世王者》稳居畅销榜 TOP15）；2) 4Q17 及 FY18 游戏储备依旧强劲，《择天记》、《剑网3》等备受期待；此外，我们认为“吃鸡类”游戏有望再掀游戏消费热潮，而公司代理的《光荣使命》预约数已超 2,000 万、《穿越火线：荒岛特训》版本更新后迅速跻身免费榜前十，表现亮眼。3) 电竞赛事有望成为后期增量补充，且重度游戏、电竞、直播的多重驱动下端游增长有望提振；4) 各类型游戏 ARPU 显著增长，体现游戏玩家付费意愿的提升。我们预计游戏 FY17-19 收入 CAGR 为 19%，其中手游 CAGR 为 31%。
- ❖ **腾讯视频表现靓丽，看好算法优化下转化率及点击量的提升。**3Q17 广告收入同比增长 48%，其中媒体/社交广告分别同比增长 29%/63%，符合预期。媒体广告层面，腾讯视频表现靓丽：MAU 及用户时长稳健增长的同时，视频广告大幅增长，且付费会员数超 4,300 万，领先同业，受益于 3Q17《那年花开月正圆》等精品剧的播出。看好视频及新闻在内容升级及算法优化下点击量的增加。社交广告层面，在保证微信体验的同时，我们认为朋友圈广告填充率有望提升（尤其在一线城市），后期凭借竞价机制优化同样可带动转化率的增长。
- ❖ **支付及其他业务高增长持续。**其他业务同比增长 143%，收入占比扩大至 18%。其中该部分业务毛利率环比下滑 2 个百分点，归因于移动支付市场推广加大，后期有望恢复。此外，看好公司金融科技链的不断完善和业务协同（微信支付线下渗透加速、微众银行盈利、微保试水等）。
- ❖ **“内容+AI”为长期增长引擎，旗下公司分拆上市释放估值。**公司将通过“百亿计划”扶持内容创业，重点捕捉信息流的高速发展；同时，强调海量数据优势及技术输出，发挥腾讯云在游戏、金融、医疗的独特优势。此外，我们认为腾讯将持续受益于战略投资公司的分拆上市，且将会是内容付费产业崛起的最大受益者（在线阅读/音乐/视频产品均为市场 TOP1）。
- ❖ **恢复覆盖，维持「买入」评级。**限制性名单剔除后，我们恢复覆盖腾讯，并给予买入评级。看好收入全线高增长，以对冲净利润率摊薄影响（收入结构变化），我们预计 FY17-19E EPS CAGR 为 26.3%。基于 SOTP 估值：1) 核心主业每股价值 400 港元（DCF 估值），及 2) 投资组合每股价值 31 港元，给予目标价 430.9 港元，对应 42x FY18E PE。重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	102,863	151,938	238,507	315,338	408,504
调整后净利润 (百万人民币)	32,410	45,420	64,765	81,980	103,312
调整后 EPS (人民币)	3.4	4.8	6.8	8.6	10.9
EPS 变动 (%)	33%	39%	43%	27%	26%
市盈率 (x)	105.1	74.3	48.5	39.1	30.4
市帐率 (x)	24.8	16.4	12.6	9.7	7.5
股息率 (%)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
权益收益率 (%)	23.8	22.3	26.1	25.1	25.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (恢复覆盖)

目标价	HK\$430.9
(此前目标价)	HK\$301.1)
潜在升幅	+10.0%
当前股价	HK\$391.8

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万港元)	3,685,583
3 月平均流通量(百万港元)	6,492.0
5 周内股价高/低(港元)	399/180
总股本(百万)	9,477.1

资料来源：彭博

股东结构

Naspers Ltd	33.2%
马化腾	8.6%
JP Morgan Chase	5.5%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.0%	8.3%
3-月	21.6%	13.2%
6-月	49.7%	30.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.tencent.com

图 1: 季度财务概览

(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

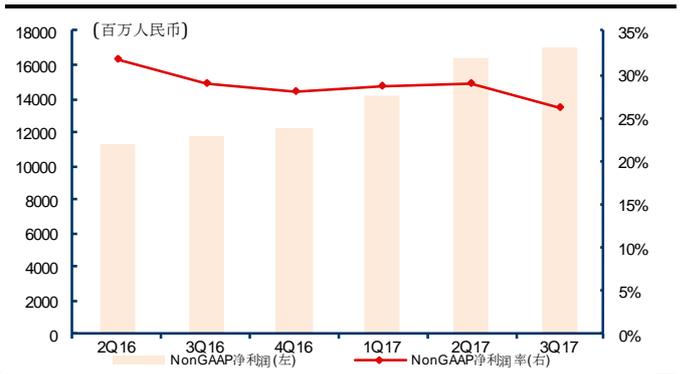
资料来源：公司，招银国际研究

图 2: 季度收入及增速



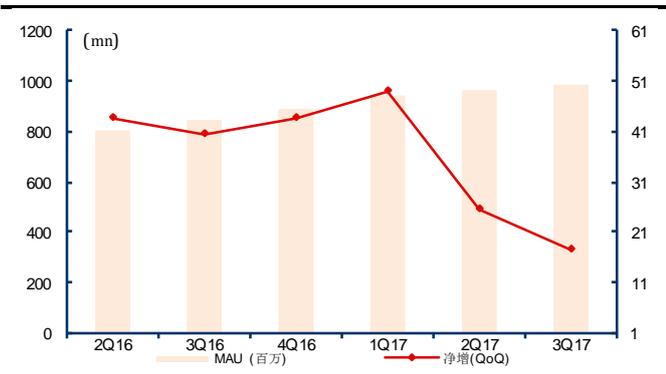
资料来源：公司，招银国际研究

图 3: Non GAAP 净利润



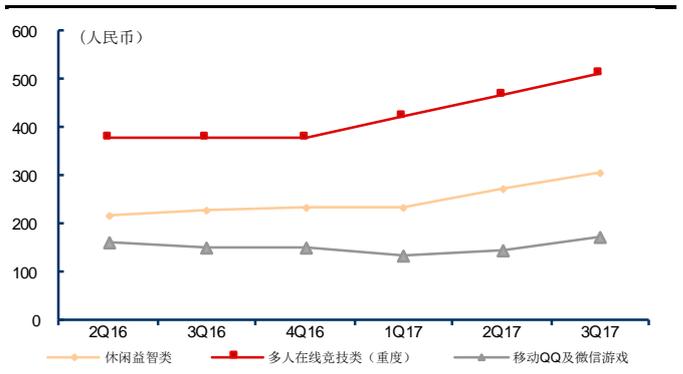
资料来源：公司，招银国际研究

图 4: 微信及 WeChat MAU



资料来源：公司，招银国际研究

图 5: 各类游戏 ARPU 中值



资料来源：公司，招银国际研究

估值预测

恢复覆盖，维持「买入」评级。限制性名单剔除后，我们恢复覆盖腾讯，并给予买入评级。看好收入全线高增长，以对冲净利润率摊薄影响（收入结构变化），我们预计 FY17-19E EPS CAGR 为 26.3%。基于 SOTP 估值：1) 核心主业每股价值 400 港元 (DCF 估值)，及 2) 投资组合每股价值 31 港元，给与目标价 430.9 港元，对应 42x FY18E PE。重申买入评级。

图 6：DCF 估值测算及敏感度分析

DCF估值模型 (百万人民币)	高速增长期					稳定成长期				
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
现金流量预测										
息税前利润	101,238	129,169	159,459	191,243	223,645	255,854	287,173	317,053	345,094	371,037
实际税项	-19,366	-24,879	-30,713	-36,835	-43,075	-49,279	-55,311	-61,066	-66,467	-71,464
折旧与摊销	17,485	19,866	22,449	25,143	27,908	30,699	33,462	36,139	38,669	40,989
营运资本变动	13,713	13,935	13,796	13,658	13,521	13,386	13,252	13,120	12,989	12,859
资本开支	-30,499	-32,024	-33,625	-35,306	-36,719	-37,820	-38,955	-40,123	-40,926	-41,744
自由现金流量	82,571	106,068	131,366	157,903	185,281	212,840	239,621	265,122	289,359	311,676
自有现金流同比增速	22%	28%	24%	20%	17%	15%	13%	11%	9%	8%
折合至2017年的现金流量永续期折现值	75,408	88,462	100,055	109,833	117,696	123,472	126,948	128,273	127,853	2,118,672 4,938,874

基本参数	
WACC	9.5%
长期增长率	3.0%
债券价值	0

公司价值计算	
现金流折现	3,116,670
减：净金融负债	-105,037
减：少数股东权益	669
股本价值	3,221,039
股本数量 (预期)	9,477
核心主业之每股价值 (港元)	399.9
(+) 投资组合 (港元/每股)	31.1
目标价(港元)	430.9

资料来源: 公司, 招银国际预测

		WACC				
		7%	8%	10%	11%	12%
长期增长率	~					
	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	

利润表

年结 :12 月 31 日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	102,863	151,938	238,507	315,338	408,504
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)
毛利	61,232	84,499	118,524	154,785	198,738
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
经营利润	40,627	56,117	82,141	101,238	129,169
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	-	-	-	-	-
税前利润	36,216	51,640	79,013	98,110	126,041
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)
净利润	28,806	41,095	62,878	78,076	100,303
调整后净利润	32,410	45,420	64,765	81,980	103,312

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结 :12 月 31 日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	151,440	246,745	285,554	327,192	372,733
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
流动资产	155,378	149,154	196,276	251,436	325,672
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
流动负债	124,406	101,197	130,227	156,371	185,380
借债	11,429	12,278	12,278	12,278	12,278
应付贸易账款	85,899	48,286.00	77,316	103,460	132,469
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
非流动负债	60,312	108,455	108,455	108,455	108,455
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
净资产总值	122,100	186,247	243,148	313,802	404,570
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: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

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
经营活动所得现金净额	45,431	65,518	90,264	106,171	130,438
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)
投资活动所得现金净额	(63,605)	(70,923)	(50,489)	(55,351)	(60,882)
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)	-	-
融资活动所得现金净额	18,528	31,443	(6,686)	(8,091)	(10,394)
现金增加净额	354	26,038	33,089	42,729	59,162
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	-	-	-
年末现金及现金等价物	43,438	71,902	104,991	147,720	206,882
受限制现金	54,731	750	750	750	750
资产负债表上的现金	98,169	72,652	105,741	148,470	207,632

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结 : 12 月 31 日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
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
增长 (%)					
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
盈利能力比率 (%)					
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
资产负债比率					
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
回报率 (%)					
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
每股数据					
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: 公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。