

騰訊(700 HK)

4Q18 超預期，關注 1Q19 新游表現

❖ **4Q18 略超預期。**騰訊 4Q18 收入同比增長 28%至 849 億元（人民幣·下同），較市場預期高 2%，主要受惠於強勁的雲業務和支付業務（部分因端游及廣告放緩所抵消）。調整後淨利潤同比增長 13%至 197 億元，較一致預期高 5%，主要歸因於較高收入及經營杠杆（市場推廣費率同比改善 2 個百分點）。

❖ **4Q18 遊戲收入符預期，關注 1Q19 新游表現。**4Q18 端游持續受壓，收入同比下降 13%（環比下降 10%），歸因於弱季節效應及用戶持續向手遊轉移。手遊保持穩健增長，同比上升 12%（環比下滑 3%）。遞延收入環比增長 1%。管理層提到由於大量版號申請積壓，公司遊戲發布節奏或放緩。目前，騰訊七款遊戲已獲得版號。我們認為 4Q18 遊戲表現已被市場充分預期，市場將聚焦於 1Q19 的趨勢。雖然 1Q18 面臨高基數，但我們對 1Q19 的遊戲表現審慎樂觀，因考慮到：1）《王者榮耀》保持強勁增長，以及 2）1Q19 推出的重磅遊戲（例如《完美世界》在中國 iOS 排行榜中排名第一）。建議關注《地下城與勇士》以及即將召開的 UP2019 騰訊新文創生態大會。我們預計其 2018-21 年的遊戲收入複合年增長率將達至 6%。

❖ **廣告放緩，但支付及雲業務加速增長。**4Q18 廣告收入同比上升 38%，其中，社交廣告/媒體廣告收入分別同比增長 44%/26%。廣告同比增速低於市場預期，主要歸因於社交廣告的放緩（相對前幾個季度 60%以上的同比增速）。管理層解釋，廣告放緩部分受宏觀下行壓力（例如汽車行業）和古裝劇/宮鬥劇下線所致。在綫視頻廣告或在未來幾個月承壓。不過，「其他收入」在 4Q18 同比增長 72%（3Q18 同比增長 69%），我們對 2018 年雲業務收入同比增長超過 100%至 91 億元感到驚喜（公司首次披露雲服務收入，約為阿裏雲收入的 43%）。我們預測廣告/其他收入在 2019 年將同比增長 34%/58%。

❖ **維持「買入」評級。**目前公司 FY19/20E 預測市盈率為 33.8 倍/26.9 倍。我們估計其收入/調整後淨利潤將在 FY18-21E 間分別實現 27%/23%的複合年增長率。基於分部估值，我們調整新目標價至 420 港元，對應 2019/20 年 39 倍/31 倍預測市盈率：1）核心業務每股 398 港元（DCF 估值），以及 2）投資業務每股 22 港元。維持買入。其他催化劑：1）即將舉行的 UP2019 騰訊新文創生態大會（3 月 24 日），關注其遊戲儲備和內容戰略；2）重磅遊戲發布，如《地下城與勇士》手遊版；以及 3）小程序增長和變現。

財務資料

(年結：12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬元人民幣)	237,760	312,694	400,166	506,542	635,587
淨利潤 (百萬元人民幣)	65,126	75,044	88,339	111,192	138,607
EPS (人民幣)	6.9	7.9	9.2	11.6	14.5
EPS 變動 (%)	43.1	14.6	17.6	25.7	24.4
市盈率 (x)	45.5	39.7	33.8	26.9	21.6
市帳率 (x)	10.7	8.4	6.7	5.4	4.3
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	31.8	26.7	25.8	25.9	25.8
淨財務杠杆 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	HK\$420.0
潛在升幅	+15.7%
當前股價	HK\$363.0

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

龐碩

電話：(852) 3900 0882

郵件：garypang@cmbi.com.hk

中國互聯網行業

市值(百萬港元)	3,455,897
3 月平均流通量(百萬港元)	6,293.71
52 周內股價高/低(港元)	458.96/25
總股本(百萬)	1.38

資料來源：彭博

股東結構

Naspers	31.1%
馬化騰	8.6%
JP Morgan Chase	4.4%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.8%	4.2%
3-月	15.2%	2.0%
6-月	8.6%	4.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網址：<http://www.tencent.com>

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	237,760	312,694	400,166	506,542	635,587
互联网增值服务	153,983	176,646	199,494	225,272	252,095
网络广告	40,439	58,079	77,630	102,860	133,718
电子商务交易	-	-	-	-	-
其他	43,338	77,969	123,042	178,410	249,774
销售成本	(120,835)	(170,574)	(225,069)	(290,903)	(371,856)
毛利	116,925	142,120	175,096	215,638	263,731
销售费用	(17,652)	(24,233)	(30,522)	(36,704)	(43,752)
行政费用	(33,051)	(41,522)	(50,510)	(60,740)	(72,404)
利息收入	3,940	4,569	4,550	5,460	6,552
其他收益	20,140	16,714	18,500	22,200	26,640
经营利润	90,302	97,648	117,114	145,854	180,767
融资成本	(2,908)	(4,669)	(3,700)	(3,700)	(3,700)
联营公司	821	1,487	600	1,200	1,440
税前利润	88,215	94,466	114,014	143,354	178,507
所得税	(15,744)	(14,482)	(20,978)	(26,377)	(32,845)
非控制股东权益	(961)	(1,265)	(600)	(754)	(939)
净利润	71,510	78,719	92,435	116,222	144,722
调整后净利润	65,126	75,044	88,339	111,192	138,607

資料來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	376,226	429,430	487,243	555,722	642,474
物业、厂房及设备	31,871	50,306	72,630	97,287	125,838
联营公司	113,779	113,779	113,779	113,779	113,779
投资物业	800	800	800	800	800
无形资产	40,266	35,778	27,778	19,778	11,778
其他	189,510	228,766	272,257	324,078	390,280
流动资产	178,446	246,402	322,815	414,276	531,846
现金及现金等价物	105,697	162,392	231,576	311,620	415,851
受限制现金	1,606	2,112	2,703	3,422	4,293
初步为期限超过三个月的定期存款	36,724	36,724	36,724	36,724	36,724
应收贸易款项	16,549	21,765	27,853	35,257	44,239
存货	295	295	295	295	295
其他	17,575	23,114	23,664	26,959	30,444
流动负债	151,740	166,792	221,436	269,822	334,690
借债	15,696	15,696	15,696	15,696	15,696
应付贸易账款	84,270	100,857	157,774	206,119	270,386
应付税项	9,642	8,944	12,537	15,523	19,101
其他	42,132	41,296	35,428	32,484	29,507
非流动负债	125,839	155,819	146,199	145,694	148,292
借债	82,094	82,094	82,094	82,094	82,094
递延税项	5,975	5,496	7,962	10,010	12,465
其他	37,770	68,229	56,143	53,589	53,733
净资产总值	277,093	353,220	442,424	554,483	691,340
股东权益	256,074	326,426	408,864	512,423	638,898
少数股东权益	21,019	26,794	33,560	42,061	52,442

資料來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結:12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
年度利潤	71,510	78,719	92,435	116,222	144,722
折舊和攤銷	23,611	9,470	12,177	15,180	18,168
營運資金變動	23,322	9,134	10,165	1,549	4,495
稅務開支	2,071	(698)	3,593	2,986	3,578
其他	(14,374)	19,597	23,241	28,951	35,840
經營活動所得現金淨額	106,140	116,221	141,611	164,889	206,802
購置固定資產、無形資產及土地	(12,126)	(23,941)	(30,500)	(35,838)	(42,719)
聯營公司	(39,879)	(43,867)	(48,254)	(53,079)	(58,387)
其他	(44,387)	18,215	18,196	19,106	20,198
投資活動所得現金淨額	(96,392)	(49,593)	(60,558)	(69,810)	(80,908)
股份發行	171	-	-	-	-
淨銀行借貸	29,012	-	-	-	-
股息	(5,052)	(8,367)	(9,997)	(12,664)	(18,247)
其他	2,467	(1,567)	(1,872)	(2,371)	(3,417)
融資活動所得現金淨額	26,598	(9,933)	(11,869)	(15,035)	(21,664)
現金增加淨額	36,346	56,695	69,185	80,043	104,231
年初現金及現金等价物	71,902	105,697	162,392	231,576	311,620
匯兌	(2,551)	-	-	-	-
年末現金及現金等价物	105,697	162,392	231,576	311,620	415,851
受限制現金	1,606	2,112	2,703	3,422	4,293
資產負債表的現金	107,303	164,504	234,279	315,041	420,144

資料來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
互聯網增值服務	64.8	56.5	49.9	44.5	39.7
網絡廣告	17.0	18.6	19.4	20.3	21.0
電子商務交易	-	-	-	-	-
其他	18.2	24.9	30.7	35.2	39.3
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	56.5	31.5	28.0	26.6	25.5
毛利	38.4	21.5	23.2	23.2	22.3
經營利潤	60.9	8.1	19.9	24.5	23.9
調整後淨利潤	43.4	15.2	17.7	25.9	24.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	49.2	45.5	43.8	42.6	41.5
稅前利率	37.1	30.2	28.5	28.3	28.1
淨利潤率	30.1	25.2	23.1	22.9	22.8
調整後淨利潤率	27.4	24.0	22.1	22.0	21.8
有效稅率	17.8	15.3	18.4	18.4	18.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.5	1.5	1.5	1.6
平均應收賬款周轉天數	20.5	22.4	22.6	22.7	22.8
平均應付賬款周轉天數	117.0	129.2	133.0	126.6	116.2
平均存貨周轉天數	0.8	0.6	0.5	0.4	-
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	31.8	26.7	25.8	25.9	25.8
資產回報率	15.9	14.0	14.1	14.8	15.2
每股數據					
每股盈利(人民币)	6.9	7.9	9.2	11.6	14.5
每股股息(人民币)	0.9	0.8	0.9	1.2	1.4
每股賬面值(人民币)	29.2	37.0	46.3	57.9	72.1

資料來源：公司及招銀國際研究部

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）發表於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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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責任。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。

本報告基於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，任何機構或個人於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。接收本報告之行爲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。