

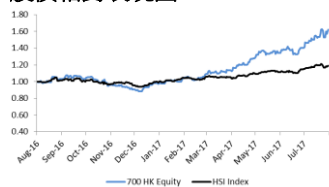
第三季業績再超預期

騰訊 (700.HK)

科技	
評級	買入
行業看法	增持
目標價	416 港元
上/下行空間	+6.2%
收市價	391.8 港元
52 周高低	345.4-398.6 港元
17EPS	7.11 元人民幣
17EPS 增長	64%
17 市盈率	50X
市值	37,217 億港元

資料來源：彭博、時富

股價相對表現圖



資料來源：公司資料、時富

時富研究部

research@cash.com.hk

17 Nov 2017

張浩銓

Tel: 852-2287-8847

tony.cheung@cash.com.hk

**第3季度業績穩健：**受惠第三季度智能手機遊戲收入按年增長 84% (歸功於《王者榮耀》、《魂鬥羅：歸來》、《天龍八部手遊》以及新遊戲《亂世之王》強勁表現)，視頻收入按年增長超過 100%，並在支付、金融服務和雲收入方面按年增長 143%，騰訊第三季度總收入按年增長 61%，亦高於 2016 年、今年第一季及第二季增長 48%、55%及 59%。儘管其綜合毛利率繼續下滑，部分原因是因收入結構轉變，再加上內容和移動渠道方面之投資，我們認為其整體利潤依然穩固。按非美國通用會計準則之淨利潤為人民幣 170.7 億元 (按年增長 45%，按季增長 4%)。

**強勁的遊戲管道和高質量的知識產權：**增值服務收入按年增長 51%，按季增長 14%至 411.2 億元人民幣 (網絡遊戲收入按年增長 48%至 268.4 億人民幣)。對於手機遊戲管道，我們對將推出的遊戲如《光榮使命》、《地下城與勇士手機版》、《天堂 II 革命》、《劍網 3》等都較樂觀。西山居宣布《劍網 3》的 Beta 測試將於 2017 年 12 月開始。

**生存射擊遊戲將為遊戲領域的下一個亮點：**騰訊對 PC 遊戲中新誕生的生存射擊遊戲《絕地求生》(PUBG) (利用百人對戰、廝殺至僅剩一人之遊戲模式) 感興趣，現在該公司正與 PUBG 的原始創作者 Bluehole 洽談，並計劃推出相關系列之遊戲。騰訊手機遊戲《光榮使命》自 2017 年 11 月 8 日發布以來已開始接受線上預約註冊，而料第一輪 Beta 測試將於 11 月 21 日開始。騰訊的《穿越火線手遊》於 11 月 15 日也推出了類似 PUBG 的《荒島特訓》更新版，玩家一同於島上跳傘並進行對戰。這兩款遊戲於開啟預約後一周內就獲得了超過 2,000 萬的預約註冊，令我們留下了深刻印象。

**電子競技和內容更新：**在國內舉辦的 2017 年《英雄聯盟》世界錦標賽、《地下城與勇士》之國慶日版本升級以及相關主題動畫片等都推動了騰訊在第三季度增長勢頭。每用戶平均收入在第三季度全線增長，特別是《英雄聯盟》、《地下城與勇士》、《穿越火線》在按季及按年都錄得增長，反映騰訊通過電子競技和內容升級提高用戶參與度方面取得了巨大成功。

**TGC 2017 為近期催化劑：**騰訊遊戲嘉年華（TGC）將於 2017 年 12 月 1 日至 3 日在成都舉行，預計騰訊將展示其產品，包括遊戲、動畫和電影，還將推出 VR 以及 AR 遊戲體驗，而其中一些產品可能對公眾而言未曾曝光，相信可為股價帶來催化。

**最近遊動業務動力維持：**騰訊於 2017 年 10 月在排名上再次獲得強勁勢頭，其中有四款遊戲在國內 iOS 遊戲總收入排名榜中打入前十位，與 2017 年 9 月相若。

**廣告收入強勁：**廣告收入按年飆升 48%，按季上漲 13%至 110.4 億元人民幣，媒體廣告按年增長 29%至 41.2 億元人民幣，社交廣告按年增長 63%至 69.2 億元人民幣。在流量增長帶動下，騰訊視訊實現強勁增長（三季度收入按年增長超過 100%）。騰訊未來的戰略是擴大內容之廣度和深度（包括戲劇、綜藝節目、動畫、電影和紀錄片），同時大力投資於人才（製片人、電影作者和編輯）以及累積核心知識產權以取得原創內容上的成功，達至長期可持續發展。我們認為這一戰略可進一步增強用戶黏性，也為未來將業務變現鋪平道路。另一方面，我們認為微信朋友圈的成功可以進一步推動社交廣告業務發展，其通過人工智能技術在廣告定位方面取得了良好效果，同時更滲透到更多銷售目標以小群體為主的小型廣告客戶。

**其他收入：**其他收入按年增長 143%，按季上漲 25%至 120.4 億元人民幣。騰訊授權零售商整合線上線下資源，這包括營銷、銷售、支付和忠誠計劃，2017 年第三季度，每月線下支付額按年增長 280%。公司重申了「AI in all」戰略，其帶來的好處包括：（1）改善對用戶推送之內容質素、（2）定位廣告效果更佳以及（3）在金融業務上更好地分析客戶信用狀況。

**主要風險：**（1）電腦遊戲放緩速度超預期；（2）旗下遊戲延遲推出；（3）監管政策風險；以及（4）中國經濟放緩或對廣告需求產生負面影響。

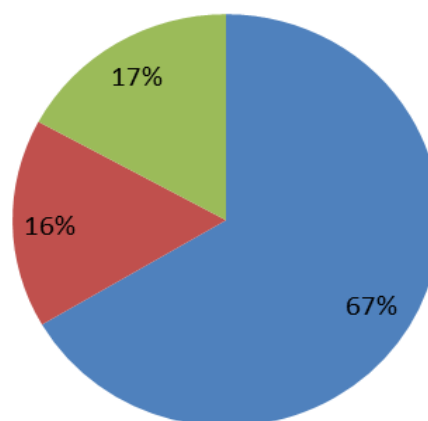
**維持「買入」，目標價上調至 416 港元：**我們上調了騰訊 2017 年盈利增長，提高 4%至 64%，主要基於第 3 季的強勁業績。我們重申其「買入」評級，將目標價提高 14%至 416 港元，建基於 2017 年市盈率 50 倍以及 2017 年每股盈利增長 64%，意味有 6%上行空間。

## 背景

騰訊成立於 1998 年，以最高月活躍用戶數計，在中國擁有最大的即時通訊和社交網絡平台（第四季度：微信（8.89 億）、移動 QQ（6.52 億））。騰訊主要通過電腦遊戲、手機遊戲、社交網絡（包括 QQ 音樂、視頻、閱讀和動漫漫畫等 VIP 特權的每月訂閱費用）、品牌廣告和效果廣告以及其他服務（如付款和雲端服務）去變現。首席執行官馬化騰為核心創始人之一。

圖：騰訊首 9 個月收入結構

■ VAS   ■ Online advertising   ■ Others



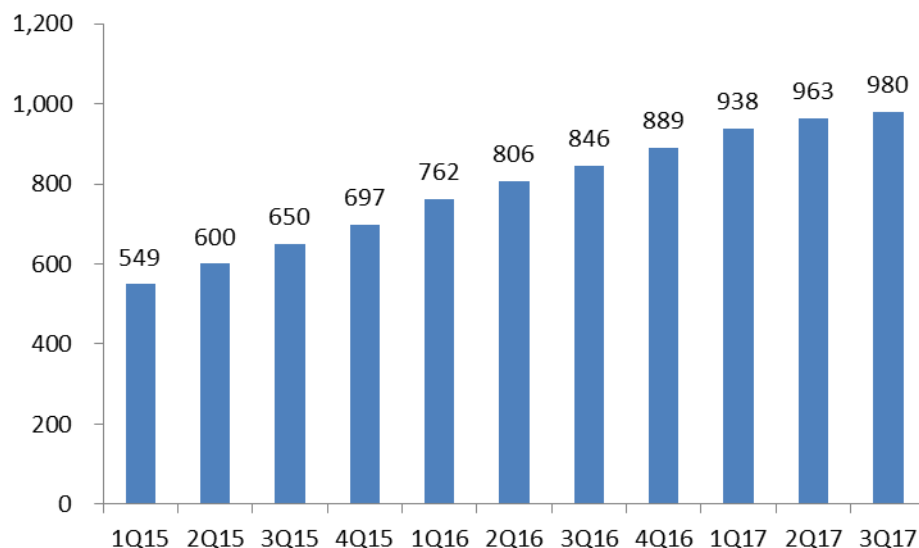
資料來源：時富、公司資料

圖：2017年10月國內首10位iOS手遊

排名	手遊名稱	發行商
1	王者榮耀	騰訊
2	夢幻西遊	網易
3	新倩女幽魂	網易
4	仙劍奇俠傳5 - 劍傲丹楓	金鋼
5	九州天空城	完美世界
6	陰陽師	網易
7	天龍八部	騰訊
8	Fate/Grand Order	Sony/bilibili/SoftWorld
9	亂世之王	騰訊
10	魂鬥羅：歸來	騰訊

資料來源：時富、公司資料

圖：微信每月活躍用戶（以百萬用戶計）



資料來源：時富、公司資料

圖：《光榮使命》



資料來源：Baik.com、時富

## 騰訊

## 損益表 (人民幣百萬元)

截至年底	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
收入	102,863	151,938	242,154	343,858	481,401
銷售收入	-41,631	-67,439	-123,140	-182,245	-264,771
毛利	61,232	84,499	119,014	161,613	216,631
行政、銷售及推廣費用	-20,605	-28,382	-33,142	-60,832	-93,084
研究及開發成本	-9,290	-11,845	-18,071	-28,931	-40,504
其他支出	4,213	6,213	19,796	19,796	19,796
經營盈利	40,627	56,117	85,872	100,781	123,547
EBITDA	47,301	68,858	114,712	113,781	140,341
折舊	-3,159	-3,716	-6,680	-9,485	-13,279
攤銷	-3,515	-9,025	-22,161	-3,515	-3,515
EBIT	40,627	56,117	85,872	100,781	123,547
淨利息支出	-1,618	-1,955	-2,681	-3,476	-4,450
聯營投資虧損	-2,793	-2,522	1,429	1,429	1,429
其他收益	0	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	36,216	51,640	84,620	98,734	120,526
所得稅	-7,108	-10,193	-17,018	-19,433	-23,723
扣除所得稅後利潤	29,108	41,447	67,602	79,300	96,803
非控制性權益	-302	-352	-143	-143	-143
其他損益	0	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	28,806	41,095	67,459	79,158	96,660
非經常性損益	0	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	28,806	41,095	67,459	79,158	96,660
股息	-2,640	-3,699	-4,758	-5,817	-6,876
儲備	26,166	37,396	62,701	73,341	89,784

## 現金流量表 (人民幣百萬元)

截至年底	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
淨利潤	41,095	67,459	79,158	96,660	96,660
折舊	3,716	6,680	9,485	13,279	13,279
攤銷	9,025	22,161	3,515	3,515	3,515
淨營運資金變動	10,630	107,467	65,210	93,406	93,406
經營活動的現金流量	65,518	203,766	157,368	206,860	206,860
資本開支	-12,100	-18,716	-26,577	-37,208	-37,208
其他非流動資產	-68,350	0	0	0	0
其他非流動負債	3,516	0	0	0	0
投資活動的現金流量	-70,923	-18,716	-26,577	-37,208	-37,208
經營及投資活動的現金流量	-5,405	185,050	130,791	169,652	169,652
股份發行所得款	27,416	-143	-143	-143	-143
債券發行所得款	45,476	22,231	27,083	33,167	33,167
可換股債券發行所得款	0	0	0	0	0
股息	-3,699	-4,758	-5,817	-6,876	-6,876
融資活動的現金流量	31,443	17,330	21,123	26,149	26,149
淨現金流量	26,038	202,380	151,914	195,801	195,801
年初現金及現金等價物	43,438	71,902	274,282	426,196	426,196
調整	2,426	0	0	0	0
年終現金及現金等價物	71,902	274,282	426,196	621,997	621,997
年終淨負債	-2,075	-182,224	-307,055	-469,688	-469,688

資料來源：公司資料、時富

## 700.HK, 買入, 目標價: 416

## 資產負債表 (人民幣百萬元)

截至年底	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
現金及現金等價物	43,438	71,902	274,282	426,196	621,997
可轉讓證券	54,731	750	750	750	750
應收賬款	7,061	10,152	16,398	23,286	32,600
存貨	222	263	555	821	1,193
其他非流動資產	49,926	66,087	111,430	158,231	221,523
總流動資產	155,378	149,154	403,415	609,283	878,062
長期投資	6,833	10,702	10,702	10,702	10,702
固定資產	9,973	13,900	25,937	43,029	66,958
其他無形資產	13,439	36,467	14,306	10,791	7,276
其他長期資產	121,195	185,676	185,676	185,676	185,676
總資產	306,818	395,899	640,036	859,481	1,148,674
短期債務	11,429	12,278	13,000	14,000	14,000
應收賬款及其他應收款	15,700	27,413	48,247	71,404	103,738
其他流動債務	97,277	61,506	200,020	296,027	430,077
總流動債務	124,406	101,197	261,267	381,431	547,815
長期債務	12,922	57,549	79,058	105,141	138,308
可換股債務	0	0	0	0	0
其他長期債務	47,390	50,906	50,906	50,906	50,906
總負債	184,718	209,652	391,231	537,478	737,030
非控制性權益	2,065	11,623	11,480	11,337	11,195
優先股權益	0	0	0	0	0
股本	0	0	0	0	0
留存收益	100,012	136,743	199,444	272,785	362,569
股息	-2,640	-3,699	-4,758	-5,817	-6,876
其他權益及儲備	20,023	37,881	37,881	37,881	37,881
總權益	122,100	186,247	248,805	322,003	411,645
總權益及負債	306,818	395,899	640,036	859,481	1,148,674

## 主要比率

	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	59.5%	55.6%	49.1%	47.0%	45.0%
EBITDA 利潤率	46.0%	45.3%	47.4%	33.1%	29.2%
EBIT 利潤率	39.5%	36.9%	35.5%	29.3%	25.7%
淨利潤率	28.3%	27.3%	27.9%	23.1%	20.1%
有效稅率	19.6%	19.7%	20.1%	19.7%	19.7%
派息率	9.2%	9.0%	7.1%	7.3%	7.1%
股本回報率	24.2%	23.7%	28.5%	25.5%	24.2%
資產回報率	9.4%	10.4%	10.5%	9.2%	8.4%
<b>流動比率 (x)</b>					
流動比率	1.25	1.47	1.54	1.60	1.60
利息覆蓋率	25.11	28.70	32.03	28.99	27.76
<b>槓桿比率</b>					
淨負債/EBITDA (x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
淨負債/權益 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>經營活動 (日)</b>					
應收賬款周轉天數	25.1	24.4	24.7	24.7	24.7
庫存周轉天數	0.8	0.6	0.8	0.9	0.9
應付賬款周轉天數	55.7	65.9	72.7	75.8	78.7
現金周轉期	-29.9	-40.8	-47.2	-50.2	-53.0

資料來源：公司資料、時富

上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源，但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失，概不負責。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。截止二零一七年十一月十五日，提供上述資料的分析員擁有上述證券之財務權益。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易，除非得到時富事先許可，客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。