騰訊(700.HK)

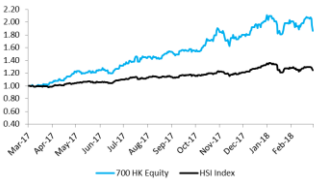
2018 年 3 月 26 日

長線前景明朗 無懼股東減持

騰訊（700.HK ）	
科技	
評級	**買入**
行業看法	**增持**
目標價	543.8 港元
上/下行空間	+29.5%
收市價	420 港元
52 周高低	218-476.6 港元
18EPS	8.98 元人民幣
18EPS 增長	19.2%
18 市盈率	37.8X
市值	39,897 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
26 Mar 2018
張浩銓
Tel: 852-2287-8847
tony.cheung@cash.com.hk

2017 年第四季業績符合預期：受惠手機遊戲、在線廣告和支付業務強勁增長，第四季度騰訊收入按年增長 51%至人民幣 664 億元。不過，受到較低利潤率的支付和雲業務快速增長，第四季毛利率為 47.4%，較上季的 48.6%有所下降。非美國通用會計準則(Non-GAAP)淨利潤為 174 億元人民幣，按年增長 42%，符合市場預期，而通用會計原則(GAAP)利潤大幅增長主要是由於首次公開發售相關的一次性收益所致。

今年積極投資短期內或有損利潤率，但長遠前景將更為光明：2018 年將是騰訊的積極投資大年，意味公司放棄短期利潤，以確保於在線視頻、支付、雲計算、人工智能和智能零售方面維持長線競爭力。在數碼化速度加快之情況下，我們認為騰訊將擴大與規模較小競爭對手的領先地位。我們認為公司有強大潛力去變現，這可透過(1)遊戲(《QQ 快車》、《QQ 炫舞》、《堡壘之夜》、絕地求生遊戲(PUBG)等)；(2)微信平台(廣告和付款)；(3)新聞推送(2017 年年底變現力開始恢復)、視頻(可推動視頻廣告收入)；(4)金融科技(支付和互聯網金融)；(5)智能零售(微信、產品代碼掃描、微信小程序、支付和人工智能技術)；以及(6)騰訊雲(可用於大數據，長期支持人工智能應用程序)，我們亦看到不同投資領域之間具有充分的協同作用。

Naspers 減持騰訊股權可創造買入機會：騰訊大股東 Naspers 上週五(3 月 23 日)以每股 405 港元的價格出售 1.9 億股騰訊(相當於發行股本總額約 2%)，以強化其資產負債表、進一步發展分類廣告、增強網上食品外送及金融科技業務。Naspers 還表示，至少在未來三年內，公司不打算減持騰訊。***鑑於我們對騰訊的長期觀點未有任何改變，我們相信近期股價疲弱創造了買入機會。***

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。

圖：2018 為騰訊的投資大年

資料來源：時富、騰訊

網絡遊戲 - 2017 年第四季度相對疲弱，但料第一季業績復甦：網絡遊戲收入為 244 億元人民幣(按年增長 32%，按季跌 9%)。手機遊戲按年上升 59%，但按季下降 7%，原因是生存模式遊戲(如《穿越火線：槍戰王者》)擴大了用戶群，但未能立即變現，以致遊戲玩家每用戶平均收入(ARPU)較低，加上一些傳統角色扮演遊戲(RPG)的銷售週期延長。而 PC 遊戲銷售額按年增長 13%，按季下降 13%，相信是受玩家向手遊轉移、促銷活動減少以及季節性因素影響。**2018 年第一季受惠《王者榮耀》、以及新遊戲如《QQ 快車》和《QQ 炫舞》(3 月 23 日其收入排名分別為第 3 和第 4 名)的強勁表現，加之兩款基於重磅 PC 遊戲的新手遊，料可支持騰訊的遊戲收入增長。我們預計騰訊將在其他傳統遊戲中沿用 PC 遊戲登陸手遊版之策略，就正如此前推出了《地下城與勇士》之手遊版本。**

圖：騰訊將專注於創新遊戲玩法

PUBG　Fortnite　Rocket League　FIFA Online 4

資料來源：時富、騰訊

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。

圖：QQ 飛車(左圖) 以及絕地求生遊戲 (右圖)

資料來源：時富、騰訊

據管理層指 PUBG 具變現潛力：騰訊強調 2018 年 2 月推出的 PUBG -《刺激戰場》(另一個 PUBG 名為《全軍出擊》)的日活躍用戶數(DAU)是中國任何生存射擊遊戲的一倍(我們認為這比起網易的《荒野行動》更強)。另一方面，《Fortnite Mobile》是旗下一款生存射擊遊戲，其全球每日總收入達到 500 萬人民幣(根據 Gamelook 的數據)，而據 3 月 23 日之數據，其為美國國內 iOS 最高收入排名中為列第一，比起第二名的《Candy Crush》更為強勁。管理層對 PUBG 的變現潛力充滿信心，不過短期內將集中於改善用戶體驗。

廣告 - 新聞推送之變現力於 2017 年底恢復：第四季廣告銷售額達到 124 億元人民幣(按年升 49%，按季升 12%)，毛利率為 37.2%，按季上漲 0.9 個百分點。媒體廣告銷售額為 41 億人民幣(按年增長 22%，按季穩定)，這主要得益於騰訊視頻廣告收入(佔 2017 年第四季媒體廣告的 66%，而 2016 年第四季度僅 48%)，但廣告系統改造拖累了新聞推送廣告收入，造成抵銷。新聞推送於 2017 年底完成改造，並恢復變現力，旗下統一廣告平台整合了騰訊所有新聞推送產品(包括了快報、騰訊新聞應用程式、新推出的 QQ 看點以及和微信中的看一看)的廣告資源，以促進高效的廣告投放。通過微信進一步變現化，社交廣告收入達到 82 億人民幣(按年增長 68%)。由於騰訊在微信朋友圈的廣告投放比 Facebook 少很多，我們相信仍然有充足的增長空間。

京東商戶+騰訊促進在線廣告：管理層指出，來自合作夥伴平台的廣告主提高，考慮到京東商戶可以在騰訊的微信或 Qzone 上刊登在線廣告，我們認為此舉有利進一步推動騰訊的廣告收入。

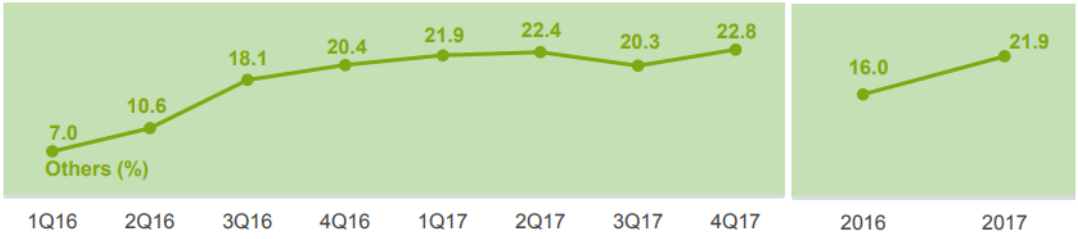
騰訊視頻作為廣告收入增長的未來增長動力：騰訊視頻第四季度的廣告收入為人民幣 27 億元，按年增長 68%，佔媒體廣告總數的 66%。第四季度訂閱收入為人民幣 22 億元，按年增長 149%。根據公司數據顯示，**截至 2017 年第四季騰訊**

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。

視頻累計移動端 DAU 達到 1.37 億，按年增長 44%，位居行內榜首。月度付費賬戶在第四季度按年增長 121%至 5,600 萬，2017 年每月 ARPU 為 13.9 元人民幣；**截至 2 月底，月付費用戶數進一步增加至 6,260 萬，為國內同業中最高。**

其他業務 – 線下支付強勁增長：其他業務收入達到 141 億人民幣（按年增長 121%，按季增長 17%）。2017 年第四季度，線下商業交易量按年增長逾倍，分部毛利率創歷史新高，達到 23%，按季上漲 2.5 個百分點。管理層預計 2018 年將積極再投資支付業務，我們相信可能會在短期內損害利潤率。然而，利潤率向上為市場帶來驚喜，我們相信從長遠來看，騰訊充分利用其強大的用戶粘性，（1）能夠調整部份商戶的退稅額以提高商業交易的收益率、（2）優化與消費者提款相關的成本結構。

圖：其他業務的毛利率達到歷史新高



資料來源：時富、騰訊

智能零售的潛力（由微信+小程序+ AI 技術支持）：在「智能零售」之計劃下，騰訊的目標是為線下合作夥伴提供流量、連接以及技術。騰訊能夠提供數據分析，優化客戶關係管理以及供應鏈管理，以提高消費者的購物體驗並提高零售商的運營效率。

快速增長的小程序作為「殺手工具」：騰訊將小程序視為商家和客戶的重要聯繫點。小程序服務的前五大類別遍及零售、電子商務、生活時尚服務、市政服務和小遊戲。**截至 2018 年 1 月，推出了 580,000 個小程序，超過 1.7 億個 DAU**，於 2017 年 12 月發布後獲得用戶的良好反饋（相信是開發人員認為開發應用程序簡單又便宜，而用戶無需浪費太多內存即可進行下載）。借助小程序，用戶可以在線下商店掃描產品代碼，以便即時訪問產品信息，進行高效檢查以及得到更方便的售後客戶服務。我們認為此程序在長期而言具有巨大潛力去變現。

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。

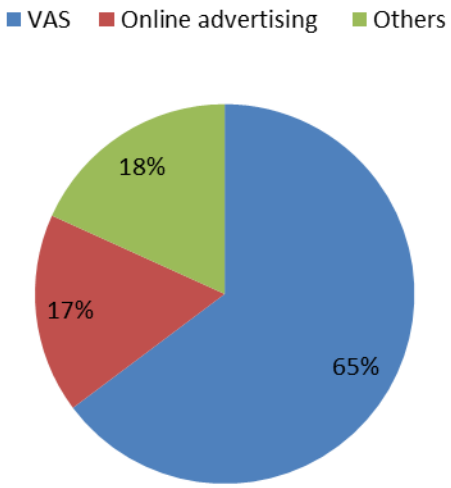
上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見（無論為明示或暗示）均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源，但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失，概不負責。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。截止二零一七年十一月十五日，提供上述資料的分析員擁有上述證券之財務權益。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可，客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易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

維持「買入」，目標價上調至 543.8 港元：我們修改了騰訊 2018/19 年盈利增長，分別+8.7%/-8.5%至 19.2%/34.4%，主要基於投資大年下以致利潤率下降。我們重申其「買入」評級，將目標價提高 14%至 543.8 港元，建基於 2018 年市盈率 48.9 倍，意味有 29.5%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 2017 年收入結構



資料來源：時富、公司資料

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。

圖：2018 年 3 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	QQ 飛車	騰訊
4	QQ 炫舞	騰訊
5	楚留香	網易
6	奇跡：覺醒	騰訊
7	亂世王者	騰訊
8	大話西遊	網易
9	倩女幽魂	網易
10	天龍八部手遊	騰訊

資料來源：時富、公司資料

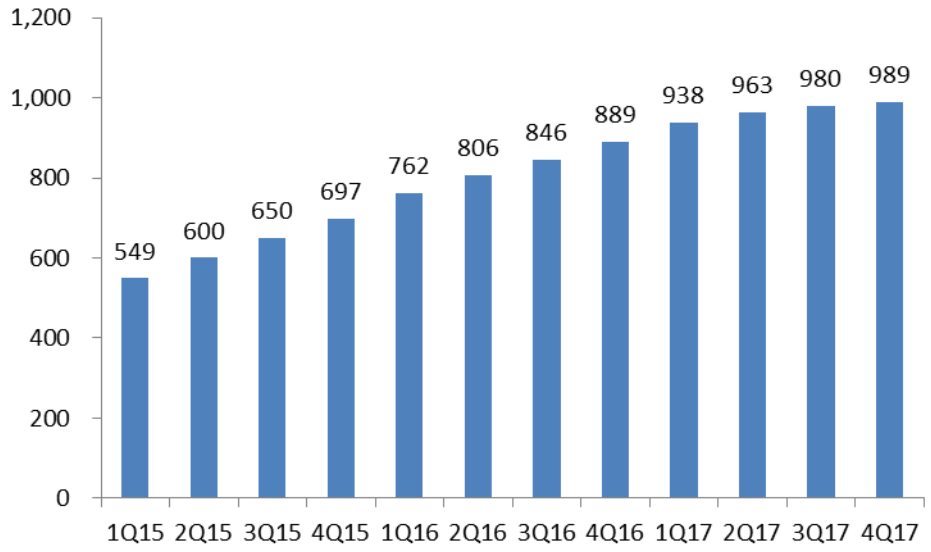
圖：2017 年 10 月國內首 10 位 iOS 手遊

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

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。

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

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。

騰訊

700.HK, 買入, 目標價: 543.8

損益表（人民幣百萬元）

截至年底	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
收入	102,863	151,938	237,760	338,706	468,219
銷售成本	-41,631	-67,439	-120,835	-176,127	-238,792
毛利	61,232	84,499	116,925	162,579	229,428
行政、銷售及推廣費用	-20,605	-28,382	-26,623	-52,944	-82,396
研究及開發成本	-9,290	-11,845	-17,456	-27,288	-37,722
其他支出	4,213	6,213	24,080	24,080	24,080
經營盈利	40,627	56,117	90,302	109,635	147,032
EBITDA	47,301	68,858	113,804	134,825	181,853
折舊	-3,159	-3,716	-4,880	-9,343	-12,915
攤銷	-3,515	-9,025	-18,622	-15,847	-21,906
EBIT	40,627	56,117	90,302	109,635	147,032
淨利息支出	-1,618	-1,955	-2,908	-3,929	-5,123
聯營投資虧損	-2,793	-2,522	821	821	821
其他收益	0	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	36,216	51,640	88,215	106,527	142,730
所得稅	-7,108	-10,193	-15,744	-20,316	-27,220
扣除所得稅後利潤	29,108	41,447	72,471	86,212	115,510
非控制性權益	-302	-352	-961	-961	-961
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	71,510	85,251	114,549
非經常性損益	0	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	28,806	41,095	71,510	85,251	114,549
股息	-2,640	-3,699	-4,758	-5,817	-6,876
儲備	26,166	37,396	66,752	79,434	107,673

資產負債表（人民幣百萬元）

截至年底	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
現金及現金等價物	43,438	71,902	105,697	313,553	502,069
可轉讓證券	54,731	750	1,606	1,606	1,606
應收賬款	7,061	10,152	16,549	22,937	31,707
存貨	222	263	295	793	1,076
其他非流動資產	49,926	66,087	54,299	155,860	215,457
總流動資產	155,378	149,154	178,446	494,748	751,914
長期投資	6,833	10,702	9,074	9,074	9,074
固定資產	9,973	13,900	23,597	40,433	63,707
其他無形資產	13,439	36,467	40,266	38,422	30,520
其他長期資產	121,195	185,676	303,289	303,289	303,289
總資產	306,818	395,899	554,672	885,967	1,158,504
短期債務	11,429	12,278	15,696	14,000	14,000
應收賬款及其他應收款	15,700	27,413	50,085	69,007	93,560
其他流動債務	97,277	61,506	85,959	286,090	387,878
總流動債務	124,406	101,197	151,740	369,097	495,438
長期債務	12,922	57,549	82,094	117,559	157,043
可換股債務	0	0	0	0	0
其他長期債務	47,390	50,906	43,745	43,745	43,745
總負債	184,718	209,652	277,579	530,401	696,226
非控制性權益	2,065	11,623	21,019	20,058	19,097
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	202,682	282,116	389,789
股息	-2,640	-3,699	-5,052	-5,817	-6,876
其他權益及儲備	20,023	37,881	53,392	53,392	53,392
總權益	122,100	186,247	277,093	355,566	462,278
總權益及負債	306,818	395,899	554,672	885,967	1,158,504

現金流量表（人民幣百萬元）

截至年底	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
淨利潤		41,095	71,510	85,251	114,549
折舊		3,716	4,880	9,343	12,915
攤銷		9,025	18,622	15,847	21,906
淨營運資金變動		10,630	51,628	110,606	57,691
經營活動的現金流量		65,518	106,140	221,046	207,062
資本開支		-12,100	-13,585	-26,179	-36,189
其他非流動資產		-68,350	-129,988	-14,003	-14,003
其他非流動負債		3,516	-7,161	0	0
投資活動的現金流量		-70,923	-96,392	-40,182	-50,192
經營及投資活動的現金流量		-5,405	9,748	180,864	156,869
股份發行所得款		27,416	24,907	-961	-961
債券發行所得款		45,476	27,963	33,769	39,484
可換股債券發行所得款		0	0	0	0
股息		-3,699	-4,758	-5,817	-6,876
融資活動的現金流量		31,443	26,598	26,991	31,647
淨現金流量		26,038	36,346	207,856	188,516
年初現金及現金等價物		43,438	71,902	105,697	313,553
調整		2,426	-2,551	0	0
年終現金及現金等價物		71,902	105,697	313,553	502,069
年終淨負債		-2,075	-7,907	-181,993	-331,026

資料來源：公司資料、時富

主要比率

截至年底	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
盈利能力（%）					
毛利率	59.5%	55.6%	49.2%	48.0%	49.0%
EBITDA 利潤率	46.0%	45.3%	47.9%	39.8%	38.8%
EBIT 利潤率	39.5%	36.9%	38.0%	32.4%	31.4%
淨利潤率	28.3%	27.3%	30.5%	25.5%	24.7%
有效稅率	19.6%	19.7%	17.8%	19.1%	19.1%
派息率	9.2%	9.0%	6.7%	6.8%	6.0%
股本回報率	24.2%	23.7%	28.3%	25.7%	26.1%
資產回報率	9.4%	10.4%	12.9%	9.6%	9.9%
流動比率（x）					
流動比率	1.25	1.47	1.18	1.34	1.52
利息覆蓋率	25.11	28.70	31.05	27.90	28.70
槓桿比率					
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
經營活動（日）					
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	0.5	0.9	0.8
應付帳款周轉天數	55.7	65.9	76.9	74.4	72.9
現金周轉期	-29.9	-40.8	-51.7	-48.8	-47.4

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。