

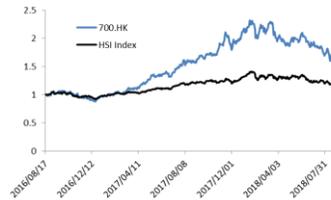
靜候買入時機

騰訊 (700.HK)

科技	
評級	買入
行業看法	增持
目標價	396.4 港元
上/下行空間	+13%
收市價	350.6 港元
52 周高低	314.6-476.6 港元
18EPS	8.98 元人民幣
18EPS 增長	19.2%
18 市盈率	39X
市值	3,338.5 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

**靜候買入時機：**最近騰訊面對的不利因素，如遊戲貨幣化的審批延遲及利息收入減少，蓋過了其作為強大核心平台的核心競爭優勢。雖然我們認為騰訊的股價短期會出現壓力，但我們依然看好騰訊的長期前景，建議投資者等待最佳的買入時間，候低分注吸納。

**第二季度總體業績低迷：**騰訊公布 2018 年第二季業績，收入按年增長 30% 至 737 億元人民幣，比市場預期低 5%。非美國通用會計準則淨利潤按年增長 20% 至 197 億元人民幣，略高於市場預期 2.8%。

**增值服務見疲弱：**增值服務收入按年增長 14%，按季下跌 10% 至 420.7 億元人民幣，網絡遊戲收入按年增長 6%，按季下跌 12.4% 至 255.2 億元人民幣(PC 遊戲按季跌 8.5%，手遊按季跌 19%)。社交及平台收入按年增長 30%，按季下跌 7% 至 168.7 億元人民幣。由於數字內容成本增加，增值服務的毛利率為 59.0%，按季下跌 1.6 個百分點，按季跌 4.3 個百分點。

**增值服務下的智能手機遊戲分部呈現弱勢：**智能手機遊戲收入按年增長 19%，按季下跌 19% 至 176 億元人民幣。騰訊在中國的手機遊戲每日活躍用戶(DAU)按年增長率達到兩位數，但每用戶的變現率下降。由於(1)監管機構重組，戰術錦標賽遊戲《絕地求生手遊版》延遲審批程序；(2)上半年 7 款新遊戲中有 5 款在 5 月中旬以後推出；及(3)騰訊遊戲以遊戲玩法及用戶參與為優先，凌駕於變現效能，導致第二季度整體線上遊戲收入大幅下滑。

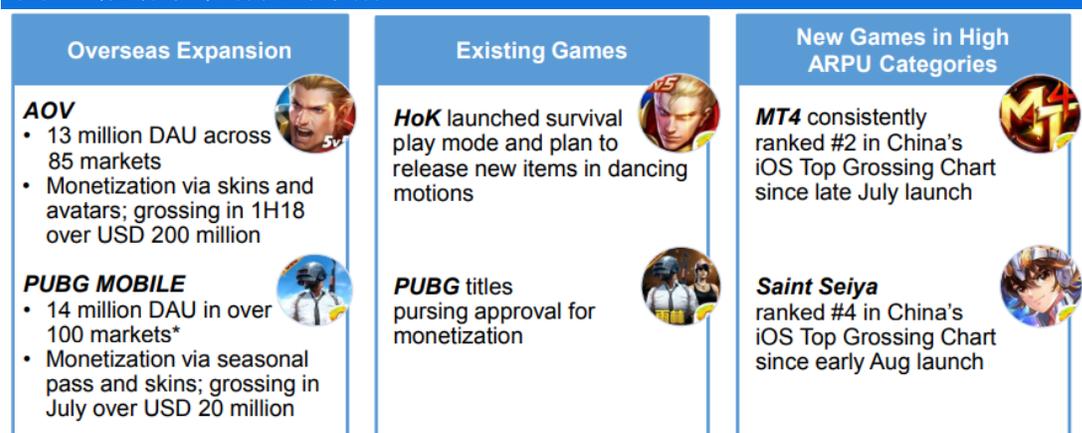
**新遊戲推出，而長期驅動因素保持不變：**遞延收入按季下跌 9.5%，整體博彩收入或會在第三季度維持疲軟。但是在今年第三季的新遊戲發布中，《自由幻想》、《我叫 MT4》(屬高 ARPU 的 MMORPG 類型，7 月推出)和聖鬥士星矢卡牌(8 月推出)在前 10 名中表現不錯。展望未來，該公司強調智能手機遊戲的 DAU 和花費時間維持上升趨勢，反映其手機遊戲業務基礎依然堅實。目前，騰訊旗下有大約 15 款遊戲已獲准變現。我們認為(1)海外擴張(旗下 AOV 擁超過 1,300 萬 DAU，上半年中國以外月度總收入超過 3,000 萬美元，移動版 PUBG 擁有超過 1,400 萬 DAU，7 月產生超過 2,000 萬美元收入)；(2)加快現有遊戲貨幣化之進程；以及(3)發布具有更高 ARPU(即每用戶平均收入)的新遊戲，是推動智能手機遊戲的未來增長引擎。

時富研究部  
research@cash.com.hk  
22 Aug 2018  
張浩銓  
Tel: 852-2287-8847  
tony.cheung@cash.com.hk

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，而此處之資料及意見(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。此處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。此處資料如有任何更改，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，客戶不得以何方式將任何此處資料分發予他人。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。

**增值服務下網絡遊戲的勢頭疲弱：**PC 遊戲收入按年下降 5%，按季跌 8%至 129 億元人民幣。我們認為按年下降主要是由於用戶時間轉移到手遊以及《英雄聯盟》和《地下城與勇士》(DnF)的基數較大，季節性因素就導致按季下滑。DnF 在 6 月份的支付用戶和 ARPU 錄得按年增長，受惠於遊戲營銷活動，以及勞動節假期期間發布熱門產品。另一方面，LoL 受惠英雄聯盟流行季中邀請賽，其 DAU 按季錄得增長，反映 DnF 及 LoL 的吸引力仍然很穩固，我們依然期待 PC 版《堡壘之夜》未來變現(遊戲處於綠色通道的申請過程中，但已經獲得文化和旅遊部的批准)。

圖 1. 推動未來增長的舉措



資料來源：騰訊、時富

**社交網絡收入增長良好：**社交及平台收入按年增長 30%，按季下跌 7%至 168.7 億元人民幣，用戶增長迅速(2018 年第 2 季按年增長 30%，按季增長 5%至 1.54 億)，部分原因是綜藝節目增加吸引用戶的能力(視頻訂閱從 2018 年第 1 季的 6,300 萬增加到第 2 季的 7,400 萬，收入增長大大超過行業)。除了核心垂直業務(如戲劇、綜藝節目和中國動漫)的獨家內容外，騰訊的創意推廣活動包括：(1) 社交推薦用戶(通過微信和 QQ 好友紅包，發送禮品訂閱卡或試用服務)和(2)交叉推廣(與合作夥伴的會員套餐捆綁訂閱，包括閱文(0722.HK))的內容將推動訂閱收入。我們認為社交網絡收入應該在未來略有加速，受惠基數較低，以及獨家內容之訂閱人數快速增長。微視、QQ 看點和創意促銷活動是騰訊長期動力。

圖 2. 核心垂直業務之獨家內容(如戲劇、綜藝節目和中國動漫)



資料來源：騰訊、時富

**廣告收入仍然強勁：**廣告收入按年增長 39%，按季增長 32%至 141.1 億元人民幣，其中(a)媒體廣告按年增長 16%，按季增長 43%至 47.3 億元人民幣，(b)社交廣告按年增長 55%，按季增長 27%至人民幣 93.8 億元。廣告業務毛利率為 37.4%，按年下降 0.5%，按季增長 6.2%，錄得按年下降的原因是受累於更高之內容成本、更高的流量獲取成本、帶寬和服務器託管費所致。

**媒體廣告：**由於《創造 101》等綜藝節目的贊助廣告，以及《扶搖皇后》等熱門節目，網絡視頻廣告按年增長，而新聞廣告收入在去年的高基數下則按年錄得單位數下降。我們認為未來的催化劑包括：**(1)**《創造 101》的續集將在第二季度取得成功後產生更多未來收入；**(2)** 基於 IP 原創內容的戲劇、綜藝節目和中國動漫可繼續推動廣告業務發展；**(3)**降低代理商的折扣旨在提高利潤率，以及**(4)**廣告系統改造完成後新聞信息流之廣告庫存逐步增加。從長遠來看，移動 QQ 瀏覽器和 QQ 看點優化算法及增強內容，使騰訊能夠提高推薦的精準度，推動用戶使用時長及廣告收入。

**社交廣告：**我們預計朋友圈廣告需要時間去增加廣告庫存及提振收入。另外，小程序 DAU 達到 2 億，涉及公共交通、餐館、購物中心和網絡遊戲等不同用途。整體而言，微信的朋友圈及小遊戲推動每用戶使用時長，為未來貨幣化奠下基礎。此外，小程序是微信內一個創新且快速增長的開發者平台，具有強大功能以及只需要簡單編程，可幫助將離線服務連接至在線用戶。從長遠來看，小程序可幫助支付、雲、廣告業務(不同業務間產生協同作用)。

圖 3. 騰訊小程序

## Weixin Mini Programs

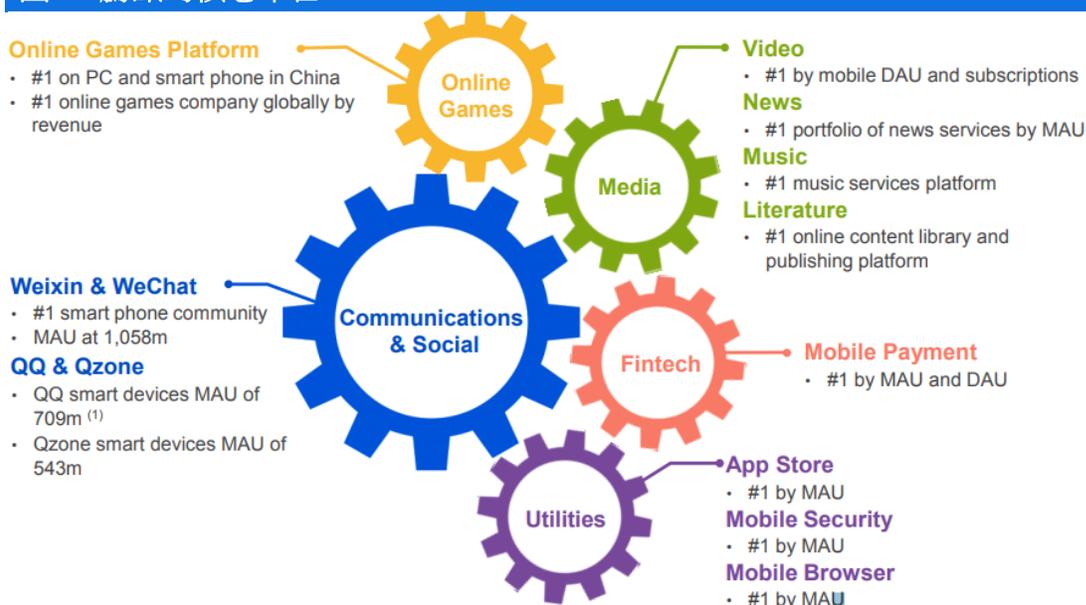
### Expanding Penetration Across Multiple Use Cases

- |  |   |  |   |
|--|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>To public transport companies:</b> high processing efficiency, reduce cost, feed usage data to assist transport planning</li> <li>• Public transport operators in over 90 cities have adopted <i>Smart Transit QR Code</i>, while some have their own <i>Mini Programs</i> to serve commuters</li> </ul> |  <p>Transport</p>  |  <p>Retail</p>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>To merchants:</b> shorten check-out time, take online orders, product recommendations and promotions in connection with <i>Official Accounts</i>, ongoing interaction with customers</li> <li>• <i>Scan-to-buy</i> is increasingly adopted in shopping malls, supermarkets and convenience stores, supporting retailers moving to mobile</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>To restaurants:</b> increase operational efficiency, reduce labor cost, reward loyal customers via e-coupons and loyalty program</li> <li>• Widely adopted in fast food chains and cafes across China</li> </ul>   |  <p>Restaurant</p> |  <p>Mini Games</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>To game developers:</b> expand user reach, targets short engagement time, additional revenue sources</li> <li>• Ads revenue up 5 times QoQ</li> </ul>   |

資料來源：騰訊、時富

**其他業務：**其他業務收入達到 1,750 萬元人民幣，按年增長 81.2%，按季增長 9.6%，主要受益於支付相關服務，及雲服務收入按年增長一倍。其他業務的毛利率為 24.9%，按年增長 2 個百分點，按季降 0.5 個百分點。毛利率按年改善主要是由於支付相關和雲服務規模增加。截至 6 月底，支付業務的月活躍用戶超過 8 億，日均交易量按年增長 40% 以上，2018 年第 2 季線下商業交易按年增長 280%，商業支付首次佔交易總量的一半以上。我們認為擴大貨幣化的產品及服務有助抵消第三方支付新規則造成的利息收入損失。

圖 4. 騰訊的核心平台



資料來源：騰訊

**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。

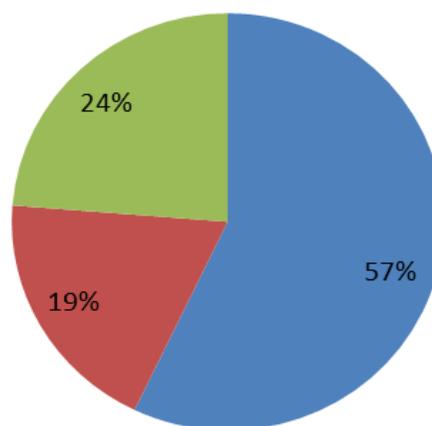
**維持「買入」，目標價下調至 396.4 港元：**我們修改了騰訊 2018/19 年盈利增長，分別-21.4%/+12.5%至 19.3%/29.8%，主要基於網絡遊戲的貨幣化進程減慢以及支付業務中的利息收入減少。我們重申其「買入」評級，將目標價下調 27%至 396.4 港元，建基於 2018 年市盈率 29.6 倍，意味有 13%上行空間。

## 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 5. 騰訊 2018 年第 2 季收入佔比

■ VAS   ■ Online advertising   ■ Others



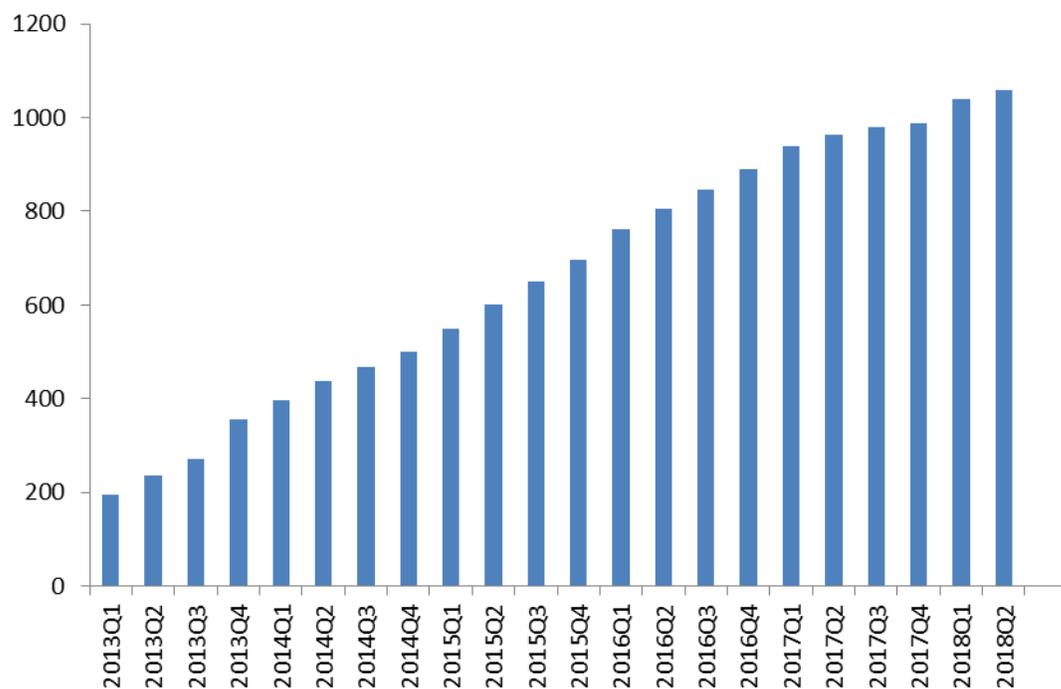
資料來源：時富、公司資料

圖 6. 2018 年 8 月中中國首 10 年 iOS 手機遊戲

排名	手遊名稱	發行商
1	王者榮耀	騰訊
2	夢幻西遊	網易
3	拳皇命運	騰訊
4	亂世王者	騰訊
5	大話西遊	網易
6	QQ 飛車	騰訊
7	倩女幽魂	網易
8	陰陽師：刀鳴散華之章	網易
9	奇跡：覺醒	騰訊
10	QQ 炫舞	騰訊

資料來源：時富、SensorTower

圖 7. 微信月活躍用戶人數(以百萬計)



資料來源：騰訊、時富

## 騰訊

## 損益表 (人民幣百萬元)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	151,938	237,760	339,454	452,829	580,283
銷售成本	-67,439	-120,835	-184,075	-244,962	-311,205
毛利	84,499	116,925	155,379	207,867	269,078
行政、銷售及推廣費用	-28,382	-26,623	-44,956	-62,093	-97,906
研究及開發成本	-11,845	-17,456	-25,437	-30,883	-37,312
其他支出	6,213	24,080	34,379	45,862	58,770
經營盈利	56,117	90,302	110,424	145,775	171,171
EBITDA	68,858	113,804	135,669	179,452	214,327
折舊	-3,716	-4,880	-9,364	-12,491	-16,007
攤銷	-9,025	-18,622	-15,882	-21,186	-27,149
EBIT	56,117	90,302	110,424	145,775	171,171
淨利息支出	-1,955	-2,908	-3,916	-5,034	-6,372
聯營投資虧損	-2,522	821	821	821	821
其他收益	0	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	51,640	88,215	107,329	141,562	165,621
所得稅	-10,193	-15,744	-18,184	-26,997	-30,103
扣除所得稅後利潤	41,447	72,471	89,145	114,565	135,517
非控制性權益	-352	-961	-3,856	-3,856	-3,856
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	41,095	71,510	85,288	110,709	131,661
非經常性損益	0	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	41,095	71,510	85,288	110,709	131,661
股息	-3,699	-4,758	-5,675	-7,366	-8,760
儲備	37,396	66,752	79,614	103,342	122,901
每股盈利	4.34	7.53	8.98	11.65	13.86
每股股息	0.39	0.50	0.60	0.78	0.92

## 現金流量表 ( )

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	41,095	71,510	85,288	110,709	131,661
折舊	3,716	4,880	9,364	12,491	16,007
攤銷	9,025	18,622	15,882	21,186	27,149
淨營運資金變動	10,630	51,628	126,199	62,634	-1,272
經營活動的現金流量	65,518	106,140	236,733	207,019	173,545
資本開支	-12,100	-13,585	-26,237	-35,000	-44,851
其他非流動資產	-68,350	-129,988	-14,003	-14,003	-14,003
其他非流動負債	3,516	-7,161	0	0	0
投資活動的現金流量	-70,923	-96,392	-40,240	-49,003	-58,854
經營及投資活動的現金流量	-5,405	9,748	196,493	158,017	114,691
股份發行所得款	27,416	24,907	-3,856	-3,856	-3,856
債券發行所得款	45,476	27,963	32,765	36,810	44,047
可換股債券發行所得款	0	0	0	0	0
股息	-3,699	-4,758	-5,675	-7,366	-8,760
融資活動的現金流量	31,443	26,598	23,234	25,588	31,430
淨現金流量	26,038	36,346	219,727	183,604	146,121
年初現金及現金等價物	43,438	71,902	105,697	325,424	509,028
調整	2,426	-2,551	0	0	0
年終現金及現金等價物	71,902	105,697	325,424	509,028	655,149
年終淨負債	-2,075	-7,907	-194,869	-341,663	-443,738

資料來源：公司資料、時富

## 700.HK, 買入, 目標價: 396.4

## 資產負債表 (人民幣百萬元)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	71,902	105,697	325,424	509,028	655,149
可轉讓證券	750	1,606	1,606	1,606	1,606
應收賬款	10,152	16,549	22,987	30,665	39,120
存貨	263	295	829	1,104	1,333
其他非流動資產	66,087	54,299	156,204	208,375	262,150
總流動資產	149,154	178,446	507,050	750,777	959,357
長期投資	10,702	9,074	9,074	9,074	9,074
固定資產	13,900	23,597	40,470	62,979	91,823
其他無形資產	36,467	40,266	38,387	31,205	18,059
其他長期資產	185,676	303,289	303,289	303,289	303,289
總資產	395,899	554,672	898,271	1,157,324	1,381,603
短期債務	12,278	15,696	14,000	14,000	14,000
應收賬款及其他應收款	27,413	50,085	72,121	95,977	123,455
其他流動債務	61,506	85,959	298,999	397,900	431,610
總流動債務	101,197	151,740	385,121	507,878	569,065
長期債務	57,549	82,094	116,555	153,365	197,411
可換股債務	0	0	0	0	0
其他長期債務	50,906	43,745	43,745	43,745	43,745
總負債	209,652	277,579	545,420	704,987	810,221
非控制性權益	11,623	21,019	17,163	13,307	9,450
優先股權益	0	0	0	0	0
股本	0	0	0	0	0
留存收益	136,743	202,682	282,296	385,638	508,539
股息	-3,699	-5,052	-5,675	-7,366	-8,760
其他權益及儲備	37,881	53,392	53,392	53,392	53,392
總權益	186,247	277,093	352,850	452,337	571,381
總權益及負債	395,899	554,672	898,271	1,157,324	1,381,603

## 主要比率

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
增長 (%)					
收入	41.6%	73.6%	19.3%	29.8%	18.9%
每股盈利	47.7%	56.5%	42.8%	33.4%	28.1%
盈利能力 (%)					
毛利率	55.6%	49.2%	45.8%	45.9%	46.4%
EBITDA 利潤率	45.3%	47.9%	40.0%	39.6%	36.9%
EBIT 利潤率	36.9%	38.0%	32.5%	32.2%	29.5%
淨利潤率	27.3%	30.5%	26.3%	25.3%	23.4%
有效稅率	19.7%	17.8%	16.9%	19.1%	18.2%
派息率	9.0%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
股本回報率	23.7%	28.3%	26.6%	26.1%	24.1%
資產回報率	10.4%	12.9%	9.5%	9.6%	9.5%
流動比率 (x)					
流動比率	1.47	1.18	1.32	1.48	1.69
利息覆蓋率	28.70	31.05	28.20	28.96	26.86
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	0.6	0.5	0.9	0.9	0.8
應付帳款周轉天數	65.9	76.9	77.5	77.4	77.7
現金周轉期	-40.2	-52.0	-51.9	-51.8	-52.1

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。報告中所述之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。