



手游业务增速强劲 看好AI in all长期战略

评级: 买入

目标价格: 520.80 元

报告摘要

3Q17 业绩好于市场预期。腾讯公布 2017 年第 3 季度业绩,收入同比增长 61.5% 至 652 亿元人民币,其中增值服务/网络广告/其他业务收入占比分别达 64.6%/16.9%/18.5%。毛利率同比下滑 5.4 个百分点至 48.6%。公司期内在投资公司的资本活动(包括众安保险 IPO)及于垂直领域(如医疗保健)的公允价值收益带动下,其他收益净额同比大增 239.2%至 39.2 亿元人民币。以上带动公司 3Q17 净利润同比大幅增长 69.1%至 180 亿元人民币,整体业绩好于市场预期。

手游业务保持强劲增长,未来将开发手游版大逃杀。公司 3Q17 端游收入同比增长 27%至 146 亿元人民币,主要受益于《地下城与勇士》及《英雄联盟》贡献。公司包括应用宝分发在内的手游收入同比大增 84%至 182 亿元人民币,目前公司于中国手游市场份额已达 51.7%,旗下主打手游《王者荣耀》磁吸效应明显,根据 Quest Mobile 数据,2017 年 9 月其 DAU/MAU 分别达 5,524 万/1.78 亿。由韩国 Bluehole (蓝洞)公司开发的《绝地求生:大逃杀》自 2017 年 3 月发行以来,销量屡创新高,成为 2017 年最瞩目的现象级游戏。据《韩国经济新闻》报道,公司已斥资 700 亿韩元(约 4.05 亿元人民币)入股蓝洞公司约 5%股份,未来亦有望取得《绝地求生》国服代理。同时,公司及巨人合作推出的“吃鸡”手游-《光荣使命:使命行动》已经于 11 月 8 日开始预约,截至 11 日上午已有超过 380 万玩家预约;而公司的另一款手游《穿越火线》也即将上线全新模式“荒岛特训”。我们相信未来“吃鸡”手游包括游戏皮肤、礼包、广告植入、举办各种比赛、直播的赞助等商业化变现将为公司创造新增长动力。

“AI in all”为长期重点战略。公司将于 AI 领域进行长期布局,实践“AI in all”理念,让 AI 技术与各行各业结合。公司整体 AI 战略将以“基础研究 - 场景共建 - AI 开放”为三层架构;在基础研究方面,公司着重于语音识别、自然语言处理(NLP)、计算器视觉、机器学习四大领域;应用场景则包括社交、内容、游戏、医疗、零售、金融、安防、翻译八大场景。另一方面,公司的智能平台目前已打造一款虚拟智能助手 - 腾讯叮当,能够为不同的智能设备提供语音交互能力;其应用场景将涵盖娱乐、社交、购物、家具、旅行、健康、咨询、教育,提供智能音箱、智能电视、智能手机、智能穿戴、智能机器人、智能车载解决方案。

重申“买入”评级。我们看好公司短期手游,中期金融科技,长期泛娱乐及 AI 的战略布局。我们以 SOTP 估值法,提升目标价至 520.80 港元,重申“买入”评级。

风险提示: i) 手游业务增速放缓; ii) 微信广告业务增长逊预期; iii) 新兴领域布局执行风险。

(31/12 年结, 百万元 RMB)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	102,863	151,938	231,712	311,168	415,956
增长率(%)	30.3%	47.7%	52.5%	34.3%	33.7%
净利润	28,806	41,095	61,844	79,775	102,144
增长率(%)	21.0%	42.7%	50.5%	29.0%	28.0%
毛利率(%)	59.5%	55.6%	51.6%	50.0%	48.4%
净利润率(%)	28.0%	27.0%	26.7%	25.6%	24.6%
每股收益(RMB)	3.10	4.38	6.51	8.40	10.75
每股净资产(RMB)	12.76	18.43	26.32	35.03	44.79
市盈率	105.0	74.2	49.9	38.7	30.2
市净率	25.5	17.6	12.4	9.3	7.3
净资产收益率(%)	28.8%	27.9%	29.1%	27.4%	26.9%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

数据来源:公司;安信国际

现价(2017 年 11 月 15 日) 383.00 元

报告日期: 2017-11-15

总市值(百万港元)	3,638,088
流通股市值(百万港元)	3,638,088
总股本(百万股)	9,499
流通股股本(百万股)	9,499
12 个月低/高(港元)	179.6/398.6
平均成交(百万港元)	6,515

股东结构

Naspers Limited	33.2%
马化腾	8.7%
张志东	5.7%
其他	52.4%

股价表现



	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.36	13.97	69.00
绝对收益	9.68	20.14	98.24

数据来源:彭博、港交所、公司

蔡伟鸿 CFA
+852-2213 1409

行业分析师
patrickchoi@eif.com.hk

附表：财务报表预测

(31/12 年结；百万元人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
损益表					
销售收入	102,863	151,938	231,712	311,168	415,956
销售成本	(41,631)	(67,439)	(112,138)	(155,578)	(214,719)
毛利	61,232	84,499	119,573	155,590	201,237
其他收入/(开支)	4,213	6,213	10,824	12,303	13,990
销售及管理费用	(24,818)	(34,595)	(50,050)	(65,656)	(85,687)
经营溢利	40,627	56,117	80,347	102,237	129,540
分占联营公司业绩	(2,793)	(2,522)	(2,522)	(2,522)	(2,522)
财务费用	(1,618)	(1,955)	(1,955)	(1,955)	(1,955)
税前盈利	36,216	51,640	75,870	97,760	125,063
所得税	(7,108)	(10,193)	(13,657)	(17,597)	(22,511)
非控股权益	(302)	(352)	(370)	(388)	(407)
净利润	28,806	41,095	61,844	79,775	102,144
EBITDA	43,770	59,417	83,812	105,875	133,360
EBIT	40,627	56,117	80,347	102,237	129,540
同比增长 (%)					
销售收入	30.3	47.7	52.5	34.3	33.7
毛利	27.4	38.0	41.5	30.1	29.3
净利润	21.0	42.7	50.5	29.0	28.0
EBITDA	30.5	35.7	41.1	26.3	26.0
EBIT	33.0	38.1	43.2	27.2	26.7
资产负债表					
非流动资产					
物业、厂房及设备	9,973	13,900	15,290	16,819	18,501
商誉	13,439	36,467	36,467	36,467	36,467
其他	128,028	196,378	193,856	191,334	188,812
流动资产	155,378	149,154	249,213	353,926	475,665
存货	222	263	437	607	837
应收帐	7,061	10,152	15,482	20,791	27,793
现金	43,438	71,902	166,456	265,692	380,198
其他	104,657	66,837	66,837	66,837	66,837
总资产	306,818	395,899	494,826	598,546	719,445
流动负债					
借贷	11,429	12,278	12,278	12,278	12,278
应付帐	15,700	27,413	45,583	63,240	87,280
其他	97,277	61,506	66,529	69,485	73,171
非流动负债	60,312	108,455	108,455	108,455	108,455
借贷	12,922	57,549	57,549	57,549	57,549
其他	47,390	50,906	50,906	50,906	50,906
总负债	184,718	209,652	232,845	253,458	281,184
股本	0	0	0	0	0
储备	120,035	174,624	249,988	332,708	425,473
股东权益	120,035	174,624	249,988	332,708	425,473
非控股权益	2,065	11,623	11,993	12,381	12,788
股本总额	122,100	186,247	261,981	345,089	438,261
净负债/(现金)	(19,087)	(2,075)	(96,629)	(195,865)	(310,371)
净负债率 (%)	(15.6)	(1.1)	(36.9)	(56.8)	(70.8)

(转下页...)



财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 百万元人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金流量表					
税前盈利	28,806	41,095	61,844	79,775	102,144
折旧	3,143	3,300	3,465	3,638	3,820
营运资金变动	4,566	8,581	12,665	12,179	16,808
其他	8,916	12,542	(317)	(6,654)	(11,247)
经营活动现金流量	45,431	65,518	77,657	88,938	111,525
资本开支	(5,908)	(4,300)	(14,841)	(18,934)	(24,026)
其他	(57,697)	(66,623)	1,758	1,758	1,758
投资活动现金流量	(63,605)	(70,923)	(13,083)	(17,176)	(22,268)
贷款变动	0	0	0	0	0
其他	18,528	31,443	29,980	27,473	25,250
融资活动现金流量	18,528	31,443	29,980	27,473	25,250
净资金流入/(出)	354	26,038	94,554	99,235	114,507
自由现金流	39,523	61,218	62,816	70,004	87,499
财务及估值比率					
P/E (x)	105.0	74.2	49.9	38.7	30.2
P/B (x)	25.5	17.6	12.4	9.3	7.3
Dividend yield (%)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
EV/EBITDA (x)	82.7	61.4	42.4	32.6	25.0
EV/EBIT (x)	89.1	65.0	44.2	33.8	25.8
Gross margin (%)	59.5	55.6	51.6	50.0	48.4
EBITDA margin (%)	42.6	39.1	36.2	34.0	32.1
Pre-tax profit margin (%)	35.2	34.0	32.7	31.4	30.1
Net margin (%)	28.0	27.0	26.7	25.6	24.6
SG&A/sales (%)	24.1	22.8	21.6	21.1	20.6
Effective tax rate (%)	19.6	19.7	18.0	18.0	18.0
ROE (%)	28.8	27.9	29.1	27.4	26.9
ROA (%)	12.1	11.7	13.9	14.6	15.5
Current ratio (x)	1.2	1.5	2.0	2.4	2.8
Stock turnover days (s)	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
A/R turnover days (s)	25.1	24.4	24.4	24.4	24.4
A/P turnover days (s)	137.6	148.4	148.4	148.4	148.4
Interest coverage (x)	25.1	28.7	41.1	52.3	66.3
Net debt/ (cash) to equity (%)	(15.6)	(1.1)	(36.9)	(56.8)	(70.8)
Total asset to equity ratio (x)	2.5	2.1	1.9	1.7	1.6
Dividend payout ratio (%)	12.7	12.4	12.4	12.4	12.4

数据来源: 公司; 安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标、财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护，除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010