

## 【中信建投海外】腾讯 Q3 点评：业绩超预期，看好云计算和广告业务

### 事件：

2018 年 11 月 15 日，腾讯公布 3Q18 业绩。2018 年 11 月 15 日，腾讯公布 3Q18 业绩。三季度营收 805.95 亿元（+24%yoy），符合预期，其中网络广告收入表现亮眼，同比增长 47%至 162.47 亿元，占总收入的 20%。Non-GAAP 归属净利润为人民币 197.10 亿元（+15%yoy），略高于一致预期 194.66 亿元（+14.04%yoy）。净利润率从去年同期的 28%上升至 29%。毛利率为 44.0%，同比下滑 4.6%。

### 点评

**从消费互联网向产业互联网转型的关键时期，游戏业务短期承压。** 腾讯三季度营收 805.95 亿元（+24%yoy），符合预期。其中游戏业务保持缓慢增长，PC 端游戏收入表现不佳。腾讯实现手游收入 195 亿元，同比增长 7%，受惠于新游戏的贡献腾讯继续巩固行业领先地位，第三季度手游收入占市场比重 54.8%。PC 游戏收入同比下滑首次突破 10%，主要由端游用户向移动端的持续转移以及去年同期的高基准所致。腾讯第三季度的游戏业务收入受到游戏货币化审批政策收紧的影响，短期承压。

**广告业务增速回升明显，增长潜力巨大。** 在微信朋友圈广告资源增加和小程序广告日趋火热的双重推动下，社交广告收入同比大增 61%至 111 亿元。从长期来看，腾讯的社交广告收入仍存在增长潜力，伴随着未来扣点率的调整，将在毛利率上显现优势。腾讯视频广告表现同样出色，同比增长 34%，远优于爱奇艺在本季度的表现。

**云业务市场份额和收入平稳增长，支付和理财表现良好。** 腾讯于本季度首次披露了腾讯云业务的收入情况。前三季度云业务收入已经达到 60 亿元，接近阿里的 40%。支付和理财业务表现亮眼。微信支付日均交易量同比增长超过 50%，其中线下到店交易量同比增长 200%。截至第三季度末，理财通的客户资产总额已超过 5000 亿元人民币。

**风险提示：** 新游戏表现不及预期；游戏监管政策趋严；用户增速放缓，流量流失风险；人民币贬值；投资不达预期等

## 腾讯控股 (0700.HK)

维持

买入

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

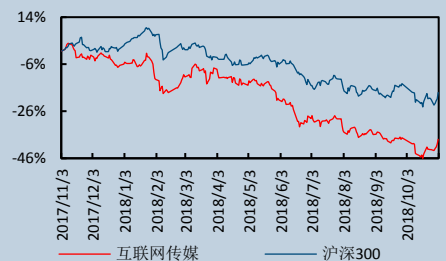
执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

当前股价：281.6 港元

发布日期：2018 年 11 月 20 日

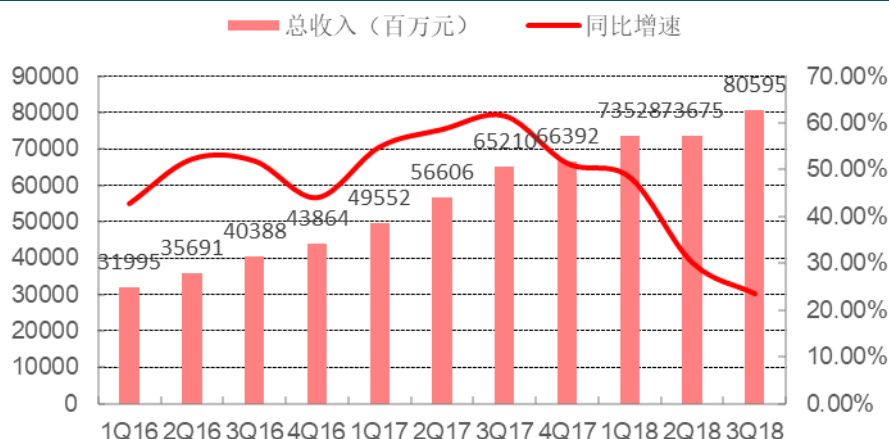
### 市场表现



### 相关研究报告

腾讯 FY18Q3 总收入为 805.95 亿元，同比增长 24%，环比增长 9.4%，基本符合一致预期。其中，增值服务收入同比增长 4.6% 至 440.49 亿元，占总收入的 55%；网络广告收入同比增长 47% 至 162.47 亿元，占总收入的 20%；其他业务收入同比增长 69% 至 202.99 亿元，占总收入的 25%。

图 1：腾讯毛利变化及同比增速和毛利率

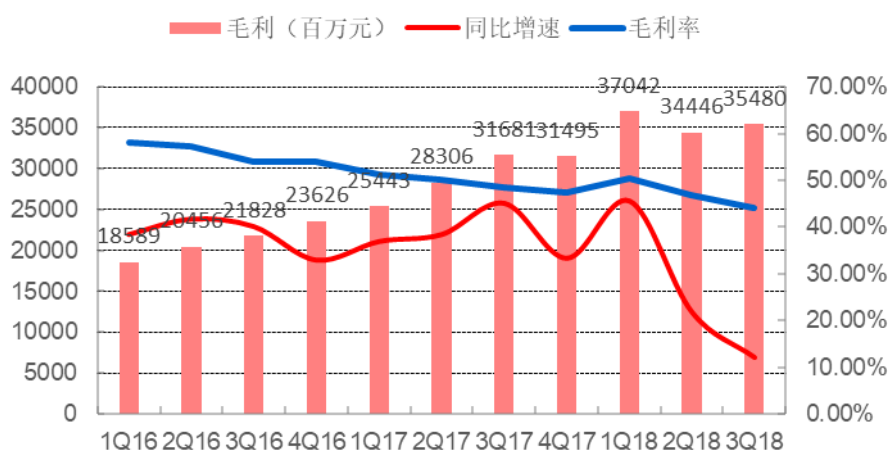


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

期内盈利 234.05 亿元，同比增长 30%，环比增长 26%。净利润率从去年同期的 28% 上升至 29%。

Non-GAAP 归属净利润为 197.10 亿元，同比增长 15%，略高于一致预期。毛利率为 44.0%，同比下滑 4.6%，环比下滑 2.8%，其中，增值服务业务毛利率为 56.5%，同比下滑 3.4%，环比下滑 2.5%；广告业务毛利率为 36.7%，同比提升 0.4%，环比下滑 0.7%；其他业务毛利率为 22.8%，同比提升 2.5%，环比下滑 2.1%。

图 2：腾讯毛利变化及同比增速和毛利率



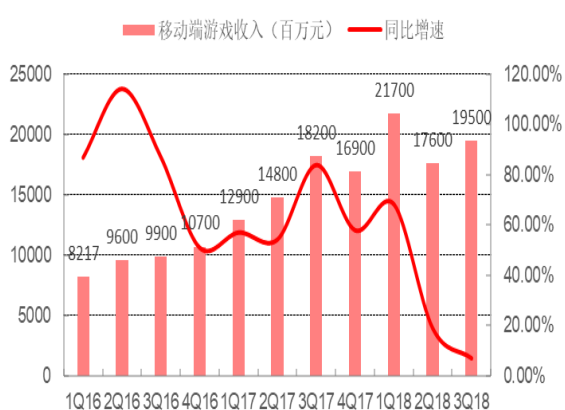
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

增值服务收入方面，游戏收入仍是中流砥柱，增长进入低速缓慢阶段。第三季度，腾讯实现手游收入 195 亿元，同比增长 7%，环比增长 11%，增长主要受惠于新游戏的贡献。本季度，腾讯推出《自由幻想》、《我叫 MT4》、《圣斗士星矢》、《万王之王 3D》、《斗破苍穹》等 10 款新游戏。伽马数据显示，中国移动游戏市场第三季度销售收入为 356.1 亿元，其中腾讯手游收入占市场比重 54.8%，继续巩固行业领先地位。受限于游戏货币化审批政策收紧，《绝地求生》仍未实现货币化。据腾讯方面披露，目前有 15 款已取得货币化许可的游戏待推出，其中大部分为角色扮演游戏和动作类游戏。

另一方面，PC 游戏收入同比下滑首次突破 10%。第三季度，腾讯实现 PC 端游收入 124 亿元，同比下降 15%，环比下降 4%，下降主要由端游用户向移动端的持续转移以及去年同期的高基准所致。虽然收入环比下降，但是在《穿越火线》以及《地下城与勇士》两款游戏版本更新的驱动下，流水有所增长。

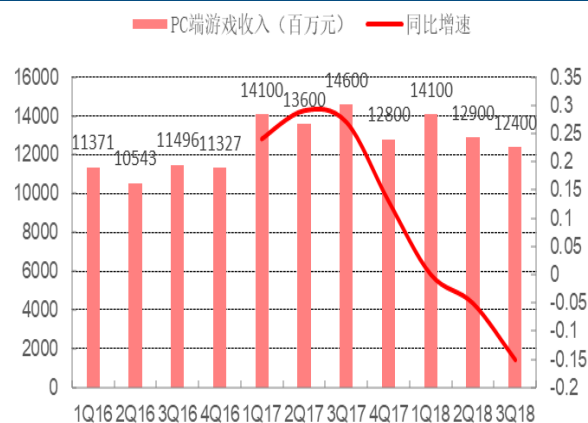
我们认为，腾讯第三季度的游戏业务收入受到监管环境影响，短期承压。广告、数字内容及其他业务的表现均略超预期，扣非净利润略高于预期，将在一定程度上冲淡市场对于腾讯的游戏收入的业绩焦虑。

图 3：腾讯移动游戏收入变化及同比增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

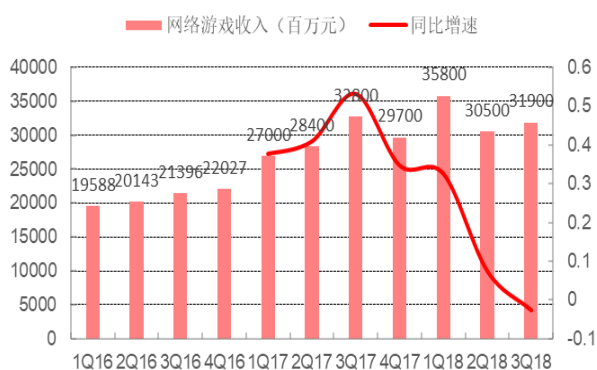
图 4：腾讯 PC 端收入变化及同比增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

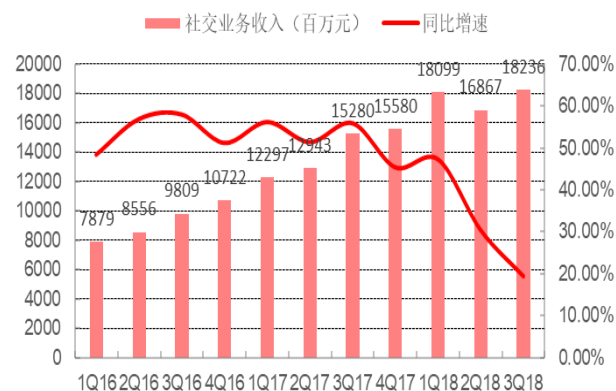
以腾讯视频为代表的数字内容驱动社交网络收入同比增长 19% 至 192 亿元。其中，基于付费的增值服务订阅用户同比增长 23% 至 1.54 亿，高质量的视频内容推动订阅用户的增加，本季度，腾讯视频订阅用户同比增长 79% 至 8200 万，环比增长 10%。在社交媒体领域，微信和 Wechat 去重后的月活跃用户已经达到 10.82 亿人次，同比增长 10.5%，稳居社交一级分类和即时通讯二级分类的头把交椅。

图 5：腾讯移动游戏收入变化及同比增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 6：腾讯 PC 端收入变化及同比增速

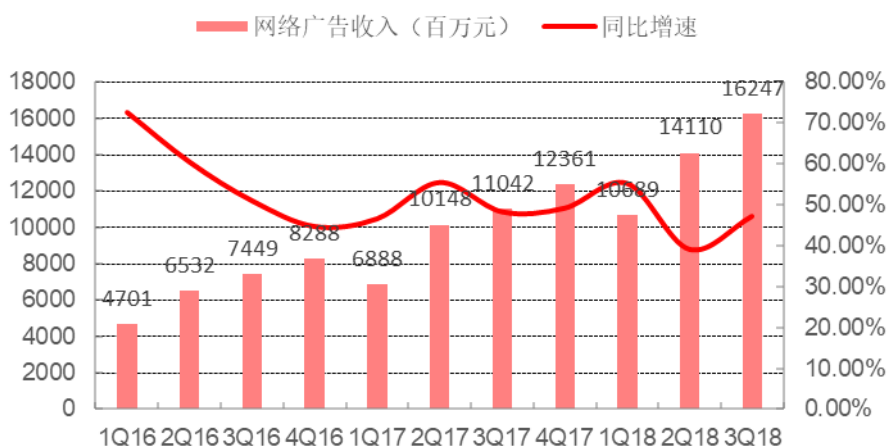


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

广告业务收入增速明显回升，成本季度最大亮点。社交广告方面，在微信朋友圈广告资源增加和小程序广告日趋火热的双重推动下，社交广告收入同比大增 61% 至 111 亿元。考虑到腾讯在之前社交网络广告方面一直采取相对保守的货币化政策，腾讯在本季度加速了朋友圈广告的货币化，同时也在广告主扣点比例上进行了调整，力争实施 O2O 模式的广告主转化。媒体广告同比增长 23% 至 51 亿元，其中，腾讯视频广告表现出色，同比增长 34%，远优于爱奇艺在本季度的表现。

我们认为，从长期来看，腾讯的社交广告收入仍存在增长潜力，伴随着未来扣点率的调整，其将在毛利率上显现优势。在第四季度，需要警惕由宏观经济下行带来的广告业务收入波动。

图 7：腾讯网络广告收入变化及同比增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

其他业务方面，腾讯于本季度首次披露了腾讯云业务的收入情况。值得关注的是，前三季度云业务收入已经达到 60 亿元，接近阿里的 40%。相比较去年年末的数据，腾讯在云业务方面的收入和市场份额占比都有所提升。支付和金融科技方面，微信支付日均交易量同比增长超过 50%，其中线下到店交易量同比增长 200%。此外，腾讯正在加快向理财、小额贷款、保险等领域拓展业务。截至第三季度末，理财通的客户资产总额已超过 5000 亿元人民币。

目前，腾讯正处于从消费互联网向产业互联网转型的关键时期。我们认为，在转型阶段内，游戏业务仍然是腾讯的最核心驱动力。今年第四季度，公司在游戏业务收入上仍将面临较大压力，预计压力将持续到 2019 年第一季度末，伴随游戏监管新规落地、版号再次全面放开将迎来好转。对于腾讯而言，游戏显然不是终点，短期的业绩压力将成为进化的催化剂，助推公司实现新一轮的整体战略升级。

**风险提示：**新游戏表现不及预期；游戏监管政策趋严；用户增速放缓，流量流失风险；人民币贬值；投资不达预期等

## 分析师介绍

**陈萌：** 中信建投海外前瞻研究首席分析师，中信建投中小市值首席分析师。从事中小市值研究5年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015年“新财富”中小市值研究第三名、2016年“新财富”中小市值研究入围奖。

## 报告贡献人

**孙晓磊** 18811432273 sunxiaolei@csc.com.cn

**刘凯** 18611509840 liukaizgs@csc.com.cn

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859