

腾讯 (SEHK: 700)

《刺激战场》版号问题或得到实质性解决

- 我们认为，通过导量到获取版号的吃鸡手游《和平精英》，腾讯的手游大作《刺激战场》或已经实质性的解决了版号问题。
- 《和平精英》年化流水或过100亿人民币，如能在7月份上线，在2019年或带来60亿人民币流水，净利润或达到20亿人民币以上。
- 我们对腾讯的评级维持买入，目标价由HK\$406调高为HK\$427。

《刺激战场》版号问题或通过《和平精英》解决

我们认为，《刺激战场》已经实质性解决了版号问题。腾讯在4月10日取得的手游版号《和平精英》，我们有理由相信，这款游戏与《刺激战场》关系密切。较大的可能是，《和平精英》在游戏上与《刺激战场》高度相似，《刺激战场》的流量将通过各种方式导向《和平精英》，在《和平精英》中得到变现。

《刺激战场》流量巨大，但此前缺乏变现

根据Questmobile数据，在19年2月，《刺激战场》是中国MAU第一、DAU第二的游戏，MAU为1.86亿（vs《王者荣耀》1.85亿）、DAU为6924万（vs《王者荣耀》8151万）。但由于一直没有获得版号，《刺激战场》在18年2月上线之后，一直没有进行变现。

《和平精英》年化流水或过100亿

根据《刺激战场》海外版（即《PUBG MOBILE》）的变现方式，《和平精英》的变现方式主要包括服饰、Battle Pass等。我们判断，《和平精英》早期或释放大量玩家充值需求，保守估计首月月流水或破15亿人民币，稳定期月流水约在8亿人民币，年化流水过100亿人民币。如能在7月上线，或为2019年带来60亿人民币流水，考虑摊销后，净利润或达到20亿人民币以上。

腾讯盈利能力获得中长期提升

《刺激战场》实质性获得变现方式，将大大提升腾讯中长期的盈利能力，我们维持买入评级，将目标价格由HK\$406提升至HK\$427。

投资数据摘要：

财务数据摘要	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入 (百万人民币)	151,938	237,760	312,694	426,234	531,804
利润, non-IFRS (百万人民币)	58,154	96,555	105,211	122,901	148,331
每股净利润, non-IFRS (人民币)	4.79	8.14	8.98	10.12	12.10
每股净利润, IFRS (人民币)	4.32	7.49	8.19	9.14	10.92
息税前摊销折旧前利润 (百万人民币)	45%	47%	41%	36%	35%
P/E (non-IFRS)	66.0	38.8	35.2	31.2	26.1
自由现金流增长率 (%)	0.35	3.19	2.97	4.32	3.12

来源: 彭博, 蓝莲花研究机构 (截至:2019年4月10日)

查看最后一页的关键披露

蓝莲花研究机构

买入

持有

卖出

目标价: 427 港币
当前价格: 389 港币

公司标签: 0700.HK

BBG: 700 HK

市值 (十亿港元)

3760

日成交量 (百万股)

1763

股权流通比 (十亿股)

9520/5707

来源: 彭博, 蓝莲花研究机构 (截至:2019年4月10日)

关键变化

	New	Old	Diff
BLRI 评级	买入	买入	维持
BLRI 目标价 (港币)	427	406	5.17%
2018A EPS (元人民币)	8.98	8.98	-
2019E EPS (元人民币)	10.12	9.42	7.4%
2020E EPS (元人民币)	12.1	11.13	8.7%

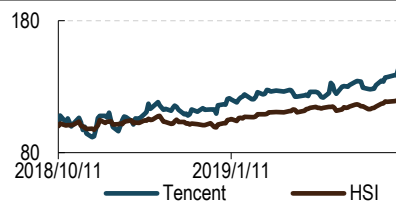
来源: 蓝莲花研究机构 (截至:2019年4月10日)

蓝莲花研究机构 vs. 一致预期

分析师覆盖数量	58
目标价 vs. 一致预期	2.89%
未来一年 EPS vs. 一致预期	2.60%
市场评级	4.81

来源: 彭博, 蓝莲花研究机构 (截至:2019年4月10日)

价格走势



来源: 彭博, 蓝莲花研究机构 (截至:2019年4月10日)

研究团队


温天立
研究部主管

+852 21856112

research@blue-lotus.cn

谢晨

腾讯: 财务摘要

财年截止至12月31日

图表 1. 利润表

(百万人民币)	2018A	2019E	2020E
总营业额	312,694	426,234	531,804
营业成本	(170,574)	(244,148)	(304,619)
毛利	142,120	182,086	227,186
一般行政管理费用	(41,522)	(55,839)	(70,198)
销售成本	(24,233)	(34,979)	(43,608)
营业利润, IFRS	97,648	113,524	136,748
股权激励	(7,563)	(9,377)	(11,583)
营业利润, non-IFRS	105,211	122,901	148,331
财务成本/收入	(4,669)	(5,995)	(5,816)
其他收入/成本	21,283	22,256	23,369
应占联营合营企业盈利/亏损	1,487	2,000	2,200
税前利润, IFRS	94,466	109,529	133,132
所得税	(14,482)	(19,715)	(23,964)
净利润, IFRS	79,984	89,814	109,168
少数股东权益	1,265	1,938	2,035
每股摊薄盈利, IFRS	8.2	9.1	10.9
每股摊薄盈利, non-IFRS	9.0	10.1	12.1
毛利率	45%	43%	43%
营业毛利率, non-IFRS	34%	29%	28%

来源: 腾讯, 蓝莲花研究机构 (截至:2019年4月10日)

图表 2. 资产负债表

(百万人民币)	2018A	2019E	2020E
现金及现金等价物	97,814	187,700	247,349
限制性现金和交易性金融资产	2,590	3,108	3,730
超过三个月的定期存款	62,918	75,502	90,602
应收账款	28,427	17,105	38,247
预付账款及其他	18,493	47,407	34,815
存货	324	2,440	1,220
流动资产合计	217,080	331,261	415,962
物业及设备	35,091	42,040	55,912
在建工程	4,879	2,440	1,220
联营公司权益	219,215	230,176	241,685
非流动资产合计	506,441	528,154	575,140
总资产	723,521	859,415	991,103
应付账款	73,735	94,000	117,023
应计费用及其他	59,491	84,108	70,865
递延收入	42,375	74,402	71,298
短期负债	26,834	28,176	29,584
流动负债合计	202,435	280,685	288,771
长期负债	138,735	87,437	87,437
其他长期负债	26,144	14,270	14,270
非流动负债合计	164,879	101,707	101,707
股东权益	323,510	439,326	534,424
负债权益总计	723,521	859,415	991,103

来源: 腾讯, 蓝莲花研究机构 (截至:2019年4月10日)

公司描述

腾讯是中国收入和利润第二, 流量第一的互联网公司。腾讯成立于 1998 年, 在 2015 年占有中国线上游戏市场份额的 42%, 我们预计它将在 2019 年增长至 50%。其他收入包括广告和电子商务。

行业看法

我们预计中国线上游戏市场将在 2016-17 年分别增长 21%和 15%。其中, PC 端游戏增长率分别为 3%和 2%, 手机游戏增长率分别为 50%和 30%。我们预计中国互联网广告市场将在 2016-17 年分别增长 80%和 60%。其中, 社交广告增长率分别为 80%和 60%, 视频广告分别为 50%和 30%。

图表 3. 现金流量表

(百万人民币)	2018A	2019E	2020E
净收益	79,984	89,814	109,168
调整后:			
折旧及摊销	22,769	29,812	38,944
税收	14,482	19,715	23,964
净利息	100	1,289	874
变动:			
应收账款	(11,878)	11,322	(21,143)
存货	(1,745)	324	2,440
应付账款	23,650	13,129	28,318
短期存款	(27,178)	(13,102)	(15,722)
经营性现金流	116,489	177,369	0
资本性支出(物业, 厂房及设备)	(17,867)	(24,354)	(30,386)
资本性支出(土地和建筑)	(1,995)	0	0
购买无形资产	(15,635)	(21,312)	(26,590)
大于三个月定期存款增加/减少	5,365	0	0
支付股权投资的现金	127,218	0	0
企业合并支付	0	0	0
投资产生的现金	(134,411)	(63,008)	(82,209)
融资产生的现金	(1,317)	(13,119)	474
现金变动	(19,239)	101,241	81,770
期初现金	105,697	97,814	187,700
期末现金	97,814	187,700	247,349

来源: 腾讯, 蓝莲花研究机构 (截至:2019年4月10日)

[查看最后一页的关键披露](#)

重要资讯

本刊物由蓝莲花资本顾问有限公司(蓝莲花)所编制，后者由证券及期货事务监察委员会（证监会）监管及授权，在证券及期货条例第571章（Securities and Futures Ordinance, Chapter 571）下注册为注册机构，并从事第四类（就证券提供意见）规管活动（中央编号：BFT 876）。在香港，不得向《证券及期货条例》定义为「专业投资者」以外的人士刊发、传阅或派发本刊物。本刊物内容未经任何监管机构审核。关于金融工具及发行商的资讯并非定期更新或仅应重要事件而做出更新。

分析师声明

以下分析师谨此确认在本报告内对相关公司所提述的意见，仅属其对相关公司和证券的个人意见，并进一步确认其个人报酬的任何部份与本报告内特定的建议或意见并没有任何直接或间接的关联。

温天立，为蓝莲花资本顾问有限公司所聘用，该公司由证券及期货事务监察委员会（证监会）监管及授权。

股票评级配置 (截至 2019 年 4 月 4 日)

买入	51%	持有	37%	沽出	12%
----	-----	----	-----	----	-----

蓝莲花评级指标

买入：预期未来 12 个月内，有关证券股价上升超过 15%

持有：预期未来 12 个月内，有关证券股价上升 0 - 15%之间浮动

沽出：预期未来 12 个月内，有关证券股价下跌

股票研究评级制度是以某只股票特定的基准对比其相对预期表现。

免责声明

一般事宜：本刊物中的资讯与观点在撰写当日所编制。如有任何更改，恕不另行通知。本刊物仅供参考之用，不应视为由蓝莲花或代表蓝莲花发出的买卖任何证券或相关金融工具或参与任何司法管辖区内的特定交易的要约或邀请。作者的观点和评论仅代表其目前的观点，并不必然代表蓝莲花的相关机构或任何第三方的意见。其他蓝莲花的相关机构可能已经或将会发表与本刊物内容不一致的，或得出与本刊物不同结论的其他刊物。蓝莲花并无责任向本刊物的读者做出任何的通报。

适宜性：本刊物中提及的资产类别的投资不一定适合所有读者。本刊物并非针对任何特定投资者的投资目标、财务状况以及特定个人需要而撰写。在进行任何交易之前，投资者应该考虑该项交易是否符合其个人情况和目标。客户应细阅产品条款书、认购协定、资讯备忘录、招股书或与证券或其他金融工具发售相关的其他发售文件后，才做出任何投资或交易或其他决定。本刊物不应在未参考研究报告全文（如有）的情况下被视为独立资料阅读；研究报告全文可应要求提供。本刊物内容并不构成任何投资、法律、会计或税务相关的建议，亦不构成适合个别人士状况的任何投资及策略的陈述；更不构成对个别投资者提供任何特定的个人建议。蓝莲花建议投资者在专业顾问的辅助下，独立评估其具体的财务风险，以及法律、规管、信贷、税务及会计情况。

相关资讯 / 预测：虽然本刊物所载资讯取自相信可靠的来源，但我们不对其准确性或完整性做出任何声明。特别指出，本刊物所包括的资讯可能未涵盖相关金融产品或该产品发行商的全部重要资讯。对使用本刊物而导致的任何损失，蓝莲花、其附属及联营公司概不承担任何责任。本刊物中的重要资讯来源包括国内与国际媒体、资讯服务商、

[查看最后一页的关键披露](#)

向公众开放的数据库、经济刊物和报纸、公众可以获取的企业资讯、评级机构刊物。本刊物中的评级和评估资讯均明确标明其出处。本刊物中采用的所有资讯与数据均与过往或现在状况相关，可能随时更改，恕不另行通知。本刊物中关于金融产品或金融产品发行商的说明是针对本刊物发表时期的情况。该说明是根据多种因素归纳而成，并可能不断予以更新。因此，本刊物的说明可能在未刊发时已变得不准确。本刊物中的说明及预测的相关潜在风险可能来自发行商特定情况及一般性状况。

风险：本刊物中提及的任何资产类别之投资产品的价格、价值以及收益均可升亦可跌，投资者可能无法取回所投资的本金。本刊物中提及的资产类别的风险包括但不限于市场风险、信贷风险、货币风险、政治风险和经济风险。过往表现并非未来业绩的可靠指标。业绩预期并不是未来业绩的可靠指标。本行在上文中着重披露了本刊物中特定投资产品所牵涉的特定风险。在做出任何投资决定之前，阁下应该仔细阅读有关的投资说明书以及 /或者其他相关刊物 /资讯。

其他资讯：蓝莲花可随时终止或更改本报告所提供之资料、产品或服务，恕不另行通知。蓝莲花及其员工、分析员或董事随时可能替资料内容所述及的公司提供投资、顾问、或其他服务，或买卖(不论是否以委托人身份) 及拥有资料中所述及公司的证券。任何查阅本报告所载资料的人士，均有责任自行遵守其有关司法管辖区的所有适用法例及规例。如对本网站所载任何资料有任何疑问，投资者应咨询其律师、会计师或其他专业顾问的意见。

© 蓝莲花资本顾问有限公司, 2019