

传媒

行业动态分析

收入利润增速放缓，期待手游增速回升及产业互联网增长潜力

投资要点

事件：3月21日收盘后，腾讯控股发布2018年财报，基本财务数据如下：**2018年Q4：**收入848.96亿元，yoy+28%，qoq+5%；归母净利润142.29亿元，yoy-32%，qoq-39%。毛利率41.41%，yoy-6.03个百分点，qoq-2.61个百分点；净利润率16.52%。**2018年全年：**收入3,126.94亿元，yoy+32%；归母净利润787.19亿元，yoy+10%；毛利率45.45%，yoy-3.73个百分点；净利润率25.58%。

◆ **受宏观经济、游戏行业政策影响，收入利润增速放缓：**我们认为公司收入增速下行主要有三方面原因：1.移动互联网人口红利减弱，2C端游戏、数字内容订购用户规模增速放缓；2.宏观经济增速下行，广告业务增长受影响；3.受2018年游戏版号审批暂停影响，腾讯的游戏排期发布的速度减慢，游戏收入增速明显放缓。**2018Q4归母净利润同比下降的原因：**1.内容成本及渠道成本抬升，导致毛利率下降；2.腾讯音乐向战略合作伙伴发行普通股确认一次性开支，另外公司对若干投资标的计提减值准备，导致其他收益净额同比减少17%。

◆ **分板块看，金融科技、云服务增速最快：**2018年公司实现网络游戏收入1,040亿元，yoy+6%；社交网络收入726.54亿元，yoy+30%；网络广告收入581亿元，yoy+44%；其他收入779.69亿元，yoy+80%，主要来源于金融科技及云服务的增长。**①金融科技主要依托支付业务的增长：**2018年凭借小程序及扫码购等高增长渠道，公司在食品及零售行业的支付渗透率上升，向商户收取交易手续费增长较快；另外，2018年WeChat Pay先后于马来西亚、香港推出跨境移动支付服务，2018年WeChat Pay香港的交易量同比增长逾10倍。**②云服务收入91亿元，yoy+100%以上，**2018年底，腾讯云的全球基础设施已覆盖25个地区，运营53个可用区。在2018年第四季度开发并推出新的IaaS和PaaS产品，除了加强在游戏和视频垂直领域的领先地位外，还利用AI及安全能力，进一步加强在金融及零售云服务领域的地位。

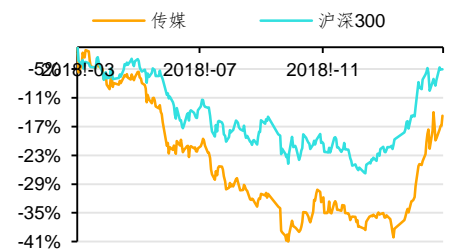
◆ **小程序活跃用户数高速增长：**微信小程序的用户人均日访问量yoy+54%，小程序覆盖超过200个服务行业，公司为开发者提供云端开发工具，提升其开发效率，特别是长尾开发者。

◆ **投资建议：1.游戏收入增速有望回升：**公司2018年手游收入同比增长24%，超过全国手游市场15%的同比增速，公司作为龙头的占有率仍在持续提升。我们认为游戏行业总量控制趋势下，腾讯控股以核心运营、研发实力，维持龙头优势；未来海外发行布局有望带来增量；另外，未来随着5G进一步发展，腾讯云游戏方面优势进一步凸显。**2.2B端形成新的增长潜力：**腾讯2018年组织架构调整后进一步拥抱产业互联网，将整合云计算能力、数据分析、AI及安全解决方案，为零售、金融、交通运输、医疗保健及教育等不同产业提供定制解决方案。我们

 投资评级 **领先大市-B 维持**

首选股票	评级

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.62	5.94	-9.69
绝对收益	20.62	32.60	-14.25

分析师 **付宇娣**
 SAC 执业证书编号：S0910517090002
 fuyudi@huajinsc.cn
 021-20377039

分析师 **宋怡萱**
 SAC 执业证书编号：S0910518070002
 songyixuan@huajinsc.cn
 021-20377051

相关报告

传媒：藏器于身，待时而动 2019-03-19

传媒：超高清+5G 协同发展，有望推动移动互联网流量持续高增长 2019-03-04

传媒：版号发放常态化，建议关注产品线丰富的游戏大厂 2019-02-18

传媒：猫眼娱乐：收入高增，向内容制作发行纵向延伸 2019-01-30

传媒：版号发放常态化，建议关注产品线丰富的游戏大厂 2019-01-28

长期看好腾讯控股的增长潜力，建议投资者积极关注。

◆ **风险提示：**游戏行业政策风险、宏观经济增速下行风险、行业竞争加剧风险

内容目录

一、受宏观经济、游戏行业政策影响，收入利润增速放缓.....	4
二、金融科技、云服务是增速最快的业务板块.....	5
三、经营数据：小程序活跃用户数高速增长.....	6
四、投资建议.....	7
五、风险提示.....	8

图表目录

图 1：腾讯控股单季度营业收入变动情况.....	4
图 2：腾讯控股单季度归母净利润变动情况.....	4
图 3：腾讯控股单季度毛利率变动情况.....	4
图 4：腾讯控股年度营业收入变动情况.....	5
图 5：腾讯控股年度归母净利润变动情况.....	5
图 6：腾讯控股年度毛利率变动情况.....	5
图 7：微信及 Wechat 用户活跃数变动情况.....	7
图 8：腾讯视频付费会员数量.....	7
图 9：腾讯控股内容成本投入情况.....	7

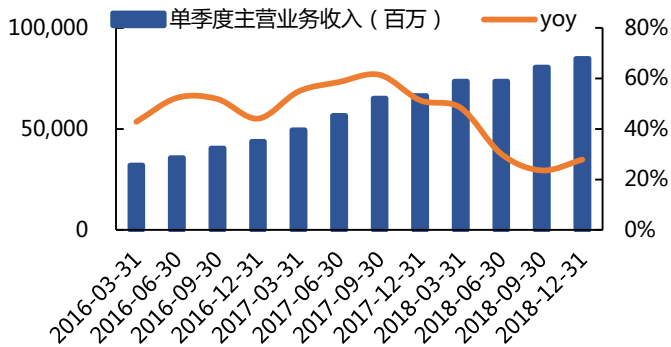
一、受宏观经济、游戏行业政策影响，收入利润增速放缓

2018 年全年、2018Q4 收入增速下行，我们认为主要有三方面原因：1.移动互联网人口红利减弱，2C 端游戏、数字内容订购用户规模增速放缓；2.宏观经济增速下行，广告业务增长受影响；3.受 2018 年游戏版号审批暂停影响，腾讯游戏排期发布的速度减慢，游戏收入增速明显放缓。

2018 年全年归母净利润增速下行、2018Q4 归母净利润同比下降，主要由于：1.内容成本及渠道成本抬升，导致毛利率下降；2.腾讯音乐向战略合作伙伴发行普通股确认一次性开支，另外公司对若干投资标的计提减值准备，导致其他收益同比减少 17%。

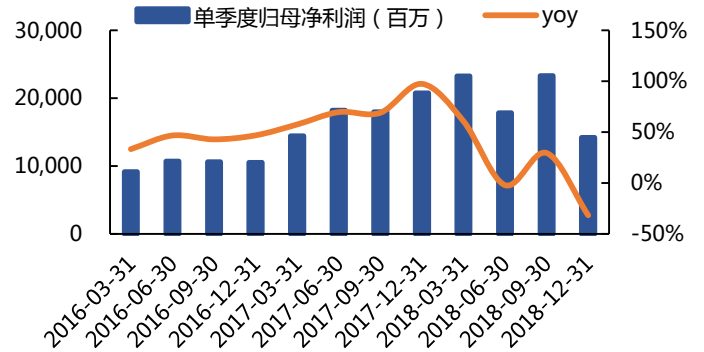
2018 年 Q4：收入 848.96 亿元，yoy+28%，qoq+5%；归母净利润 142.29 亿元，yoy-32%，qoq-39%；Non-GAAP 归母净利润 197.30 亿元，yoy+13%，环比基本持平。毛利率 41.41%，yoy-6.03 个百分点，qoq-2.61 个百分点；净利润率 16.52%。

图 1：腾讯控股单季度营业收入变动情况



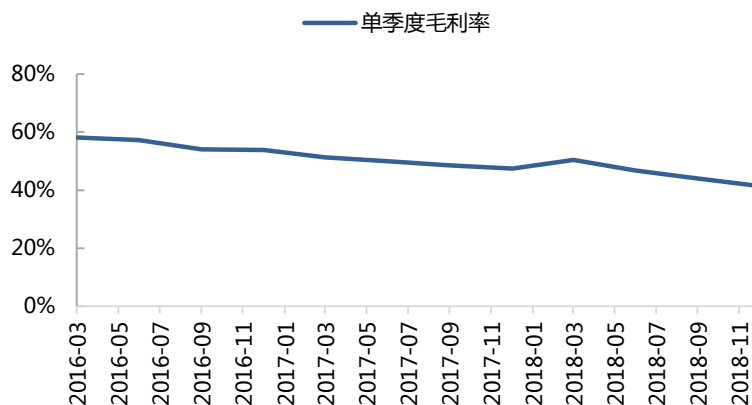
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：腾讯控股单季度归母净利润变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：腾讯控股单季度毛利率变动情况

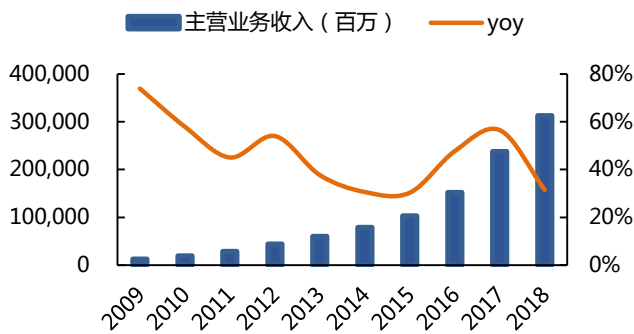


资料来源：Wind，华金证券研究所

2018 年全年：收入 3,126.94 亿元，yoy+32%，主要受金融科技服务、社交及视频广告、数字内容订购及销售推动；归母净利润 787.19 亿元，yoy+10%；Non-GAAP 归母净利润 774.69 亿元，yoy+19%；毛利率 45.45%，yoy-3.73 个百分点。分业务板块看，增值服务毛利率 58%，网络广告毛利率 36%，其他业务毛利率 24%，增值服务和网络广告毛利率同比略有下滑，其他

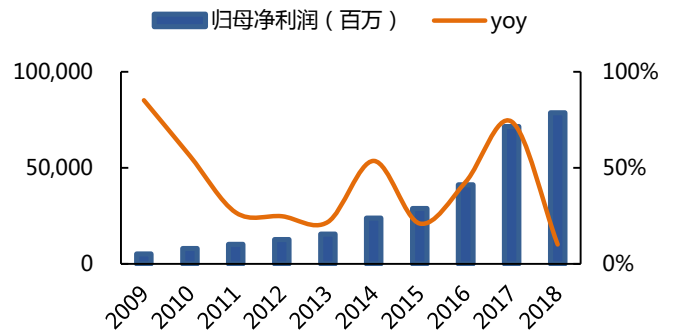
业务毛利率同比略有提升。2018 年净利润率 25.58%；销售费用率 8%，yoy+1 个百分点；管理费用率 13%，yoy-1 个百分点。

图 4：腾讯控股年度营业收入变动情况



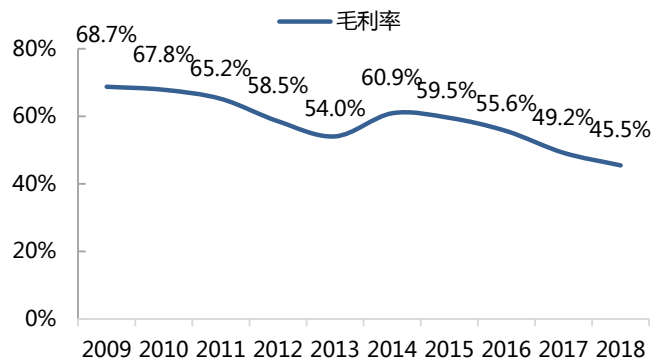
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 5：腾讯控股年度归母净利润变动情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 6：腾讯控股年度毛利率变动情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

二、金融科技、云服务是增速最快的业务板块

【2018 年 Q4 分板块财务数据】

1. 网络游戏收入 241.99 亿元, yoy 基本持平, qoq-6% (环比下降主要反映端游收入的减少)

① 手游收入 190 亿元, yoy+12%, 四季度腾讯发布 9 款代理游戏, 其中大部分为 RPG 类; 游戏版号放开以来, 共有 8 款腾讯游戏获批, 游戏排期发布与往年相比较慢;

② 端游收入 112 亿元, yoy-13%, 用户继续将时间转移至手机游戏, 推出两款全新的自研端游《彩虹坠入》及《幽林怪谈》。

2. 社交网络收入 194.52 亿元, yoy+25%, qoq+7%;

3. 网络广告收入 170 亿元, yoy+38%, qoq+5%

① 媒体广告收入 52 亿元, yoy+26% (视频广告收入同比增长 21%), qoq+2%

② 社交及其他广告收入 118 亿元, yoy+44%, qoq+6%

4.其他收入 242.12 亿元, yoy+72%, qoq+19%

【2018 年全年分板块财务数据】

1.网络游戏收入 1,040 亿元, yoy+6%。

①手游收入 778 亿元, yoy+24%, 主要来源于《王者荣耀》、《QQ 飞车手游》、《奇迹 MU: 觉醒》、《QQ 炫舞手游》收入的增长;

②端游收入 506 亿元, yoy-8%

2.社交网络收入 726.54 亿元, yoy+30%, 主要受数字内容服务(直播及视频流媒体订购)及游戏内虚拟道具的贡献增加所致;

3.网络广告收入 581 亿元, yoy+44%

①媒体广告收入 183 亿元, yoy+23% (视频广告收入同比增长 34%, 由于自制综艺节目大受欢迎, 以致视频播放量及广告赞助增加);

②社交及其他广告收入 398 亿元, yoy+55%, 主要受微信朋友圈、小程序、QQ 看点及移动广告联盟的推动。

4.其他收入 779.69 亿元, yoy+80%, 主要来源于金融科技及云服务的增长

①**金融科技**: 增长主要来自向商户收取商业交易手续费、向用户收取提现费及信用卡还款费用、向金融机构收取分销产品的服务费。2019 年 1 月, 已完成迁移至中央的清算及结算系统, 并将所有托管现金转入中国人民银行账户。

2018 年日均总支付交易量超过 10 亿次; 凭借小程序及扫码购等功能, 公司在食品及零售行业的支付渗透率上升。2018 年 WeChat Pay 先后于马来西亚、香港推出跨境移动支付服务, 使 WeChat Pay 海外用户能够以港元进行人民币计价的交易, 2018 年 WeChat Pay 香港的交易量同比增长逾 10 倍。

②**云服务收入** 91 亿元, yoy+100%以上, 2018 年底, 腾讯云的全球基础设施已覆盖 25 个地区, 运营 53 个可用区。在 2018 年第四季度开发并推出新的 IaaS 和 PaaS 产品, 除了加强在游戏和视频垂直领域的领先地位外, 还利用 AI 及安全能力, 进一步加强在金融及零售云服务领域的地位。

三、经营数据: 小程序活跃用户数高速增长

2018 年末: 1.QQMAU8.07 亿, yoy+3%, qoq+0.6% (视频流内容、QQ 看点成为广受欢迎的信息流服务)

2.QQ 智能终端 6.998MAU 亿, yoy+2.5%, qoq+0.3%

3.微信及 Wechat MAU10.98 亿, yoy+11%, qoq+1.4%; (企业微信: 约有 80%的中国 500 强企业成为企业微信的注册用户)

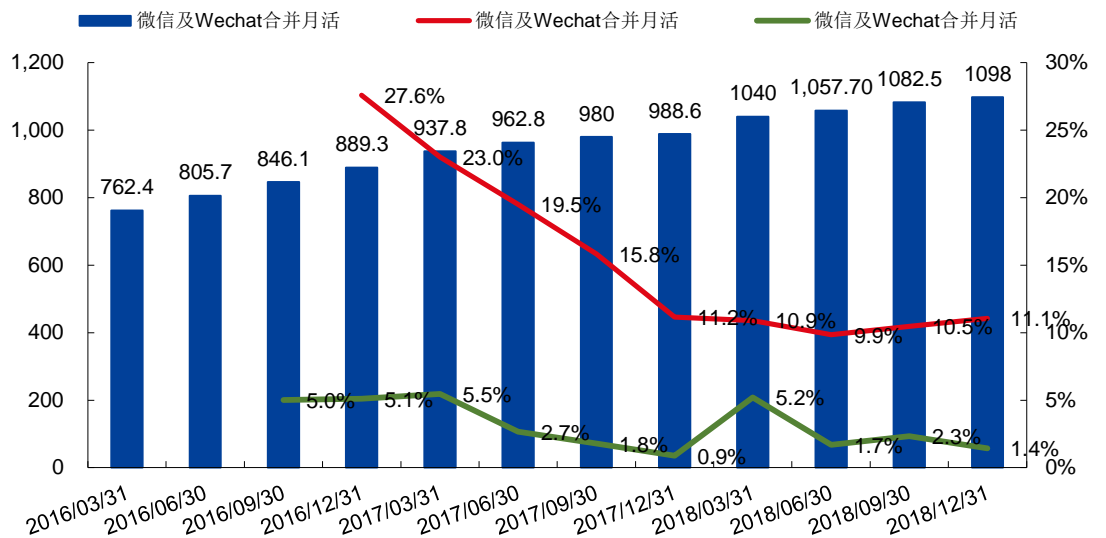
4.QQ 空间智能终端 MAU5.32 亿, yoy-3.9%, qoq+0.2%

5.收费增值服务注册账号 1.603 亿, yoy+19.1%, qoq+4%

6.腾讯视频订购用户 8,900 万, yoy+58%, 公司接连发布流行 IP 自制节目的续集, 包括《鬼吹灯》(第三季)、《斗罗大陆》(第二季); 公司升级了 VIP 会员计划, 为订购者提供不同等级的特权; 公司拥有 40 个顶级国际体育 IP, 包括美国 4 大体育联赛。优质内容吸引订购用户高增长。

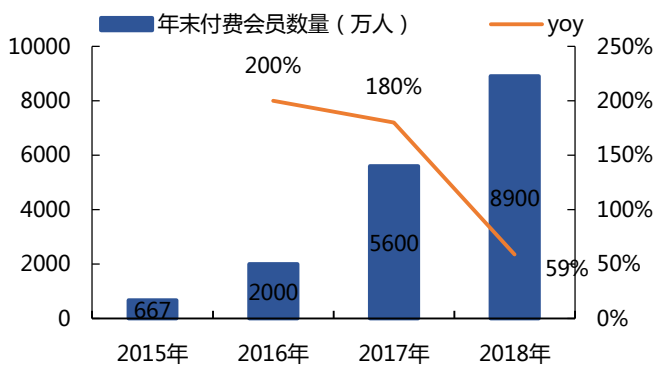
7.小程序: 用户人均日访问量 yoy+54%, 小程序覆盖超过 200 个服务行业, 公司为开发者提供云端开发工具, 提升其开发效率, 特别是长尾开发者。

图 7: 微信及 Wechat 用户活跃数变动情况



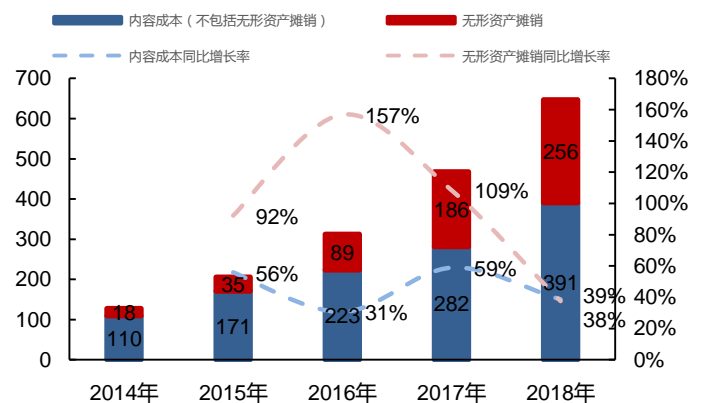
资料来源: 腾讯控股财报, 华金证券研究所

图 8: 腾讯视频付费会员数量



资料来源: 腾讯财报, 华金证券研究所

图 9: 腾讯控股内容成本投入情况



资料来源: 腾讯控股财报, 华金证券研究所

四、投资建议

1.游戏收入增速有望回升: 公司 2018 年手游收入同比增长 24%, 超过全国手游市场 15% 的同比增速, 公司作为龙头的占有率仍在持续提升。我们认为游戏行业总量控制趋势下, 腾讯控

股以核心运营、研发实力，维持龙头优势；未来海外发行布局有望带来增量；另外，未来随着5G进一步发展，腾讯云游戏方面优势进一步凸显。**2.2B 端形成新的增长潜力：**腾讯2018年组织架构调整后进一步拥抱产业互联网，将整合先进的云计算能力、数据分析、AI及安全解决方案，为零售、金融、交通运输、医疗保健及教育等不同产业提供定制解决方案。我们长期看好腾讯控股的增长潜力，建议投资者积极关注。

五、风险提示

游戏行业政策风险、宏观经济增速下行风险、行业竞争加剧风险

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣、宋怡萱声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com