

公司報告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

騰訊 (700 HK)

能力越大責任越大

- 二季度收入符合市场预期，而经调整净利润高于市场预期4%
- 在线广告近期将会承压，金融科技和云业务将专注于扶持中小企业
- 维持买入评级，目标价从774港元下调至729港元

二季度海外游戏收入增幅大幅领跑总游戏收入增速

腾讯2021年二季度业绩表现中规中矩。总收入与市场预期一致，而经调整净利润则高于市场预期4%。总收入同比增长20%至1,383亿元人民币，主要归功于金融科技和云业务的强劲增长。本季度在线游戏收入同比增速(包含计入社交网络部分的游戏分发收入)进一步放缓至10%，主要源于手游收入增速的持续下滑。这主要因为：1) 高基数效应影响；2) 新游戏较为匮乏；以及3) 旗舰手游《和平精英》的表现有所下滑。得益于《PUBGM》、《部落冲突》以及《Valorant》的强劲表现，本季度海外游戏业务取得亮眼成绩(海外游戏收入同比增长37%)，占在线游戏收入25%。展望未来，我们认为公司凭借其自身强大的游戏研发能力以及外部投资公司的补强，有望在海外市场取得更好的成绩。在游戏储备方面，我们预计《英雄联盟手游》(预计即将上线)、《宝可梦大集结》(预计于9月22日在海外市场上线)以及《黎明觉醒》将在21年四季度为游戏业务贡献可观的收入。

在线广告近期将会承压，金融科技和云业务将专注于扶持中小企业

二季度在线广告收入同比增长23%，主要受社交广告收入28%的稳健同比增长所驱动。社交广告增长的主要驱动力包括：1) 愈来愈多广告主采用小程序作为朋友圈广告的落地页；2) 朋友圈视频广告库存增加；3) 小程序内短视频广告库存和eCPM的提升；以及4) 公众号推送页面的广告库存有所提升。此外，媒体广告收入同比持平，主要源于音乐应用的变现提升抵消了新闻应用的疲弱表现。近期，公司在线广告业务将受到来自在线教育行业和开屏广告监管所带来的影响。不过我们预计在线教育广告投放下降的影响将随着公司转用其他广告商填补库存而逐渐消退。此外，金融科技和企业服务业务收入录得40%的强劲同比增长。其中金融科技业务受到支付交易量提升的驱动，而企业服务则受到公共服务和传统行业的数字化升级所推动。展望未来，公司将继续承担更多的社会责任，例如将在某些线下场景中向商户收取非常低的支付费率，或者豁免支付费率以扶持中小企业。此外，通过进一步打通通信与效率办公SaaS工具，如企业微信、腾讯会议及腾讯文档，公司将帮助企业提升对内对外的运营效率。

维持买入评级，目标价从774港元下调至729港元

二季度毛利率同比下降0.9个百分点至45.4%，主要源于以下因素带来的综合影响：1) 更低毛利率的金融科技和企业服务收入占比有所提升；2) 在线广告和VAS业务的毛利率有所下降；以及3) 金融科技和企业服务业务的毛利率持续提升。此外，经调整净利润同比增长13%至340亿元人民币。展望未来，我们将21/22/23财年的预测收入分别下调3%/3%/3%，并将预测经调整净利润分别下调0%/6%/9%，以反映对在线广告和金融科技业务更为保守的预期。我们维持买入评级，将目标价从774港元下调至729港元，以反映以下因素带来的综合影响：1) 将各业务线的估值倍数下调；2) 投资公司的市值下降；以及3) 将估值区间调整至2022财年。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	377,289	482,064	591,742	715,254	837,559
增长	21%	28%	23%	21%	17%
非IFRS归属于股东的净利润	94,351	122,742	135,819	163,721	197,252
增长	22%	30%	11%	21%	20%
非IFRS摊薄每股盈利(港元)	11.0	14.7	16.8	20.1	24.1
EV/EBITDA(倍)	25.5	19.9	16.5	13.7	11.6
市盈率(倍)	38.2	28.7	25.1	20.9	17.4
ROE	24%	27%	20%	17%	18%

注：截至2021年8月19日的收盘价；资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

王騰杰	马牧野
+852 3189 6634	+852 3189 6394
tommywong@cmschina.com.hk	mattma@cmschina.com.hk
黄耀林	李怡珊
+852 3189 6176	+852 3189 6122
calvinngyl@cmschina.com.hk	crystalli@cmschina.com.hk

最新变动

调整估值区间、目标价、估值倍数和盈利预测

买入

前次评级	买入
股价	421.2港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	729港元 (+73%)
前次目标价	774港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
700 HK	(23.3)	(43.2)	(16.8)
恒生指数	(7.9)	(17.4)	0.5

行业：TMT

恒生指数(2021年8月19日)	25,316
MSCI中国指数(2021年8月18日)	91

重要数据

52周股价区间(港元)	419-776
市值(十亿港元)	4,044
日均成交量(百万股)	51.1
22财年非IFRS摊薄每股收益(港元)	20.1

主要股东

Naspers Ltd	28.9%
马化腾	8.4%
总股数(百万股)	9,600.0
自由流通量	62.7%

资料来源：彭博、招商证券(香港)研究部

相关报告

1. 腾讯(700 HK) - 为长远未来加大投资力度的绝佳窗口期(买入)(2021/5/21)
2. 腾讯(700 HK) - Prosus 新的限售承诺将安抚市场情绪(买入)(2021/4/8)

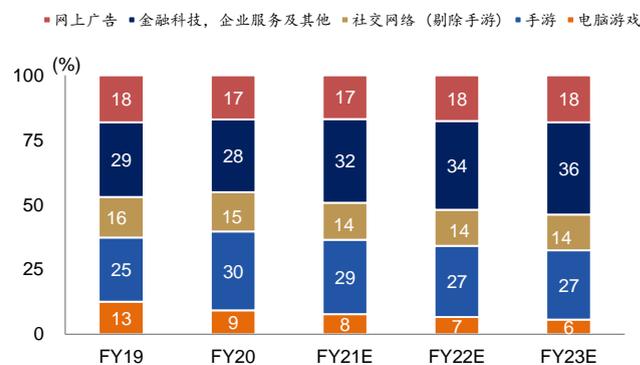
重点图表

图1: 总收入



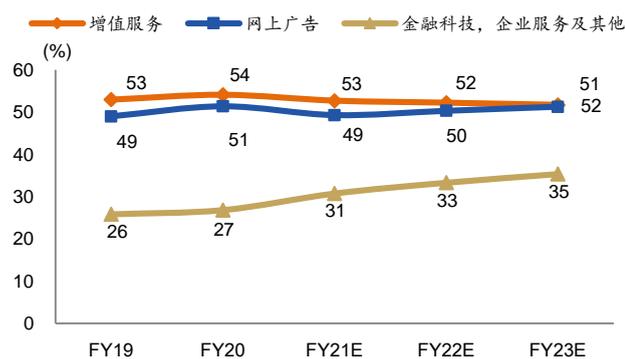
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 收入结构



资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 各项业务的毛利率



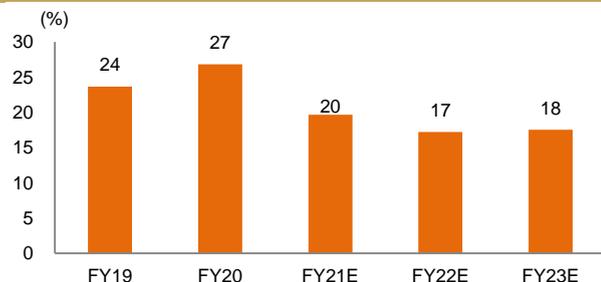
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: 非IFRS归属于股东的净利润



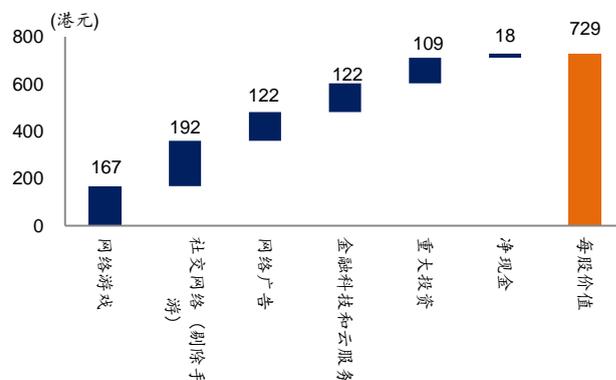
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: ROE



资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图6: SOTP估值



注: 重大投资包括京东 (JD US) 及美团 (3690 HK); 资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图7: 腾讯分部加总 (SOTP) 估值表

百万元人民币	估值基础	估值指标	估值倍数			占总估值的比例			估值		
			悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观
在线游戏 (不包括 Supercell少数股东)	FY22E EV/EBITDA	FY22E EBITDA 为850亿元人民币	14.4	16.0	17.6	22%	23%	23%	1,223,565	1,359,517	1,495,469
增值服务 (不包括手游)	FY22E EV/EBITDA	FY22E EBITDA 为625亿元人民币	22.5	25.0	27.5	26%	26%	27%	1,405,163	1,561,292	1,717,422
在线广告	FY22E EV/EBITDA	FY22E EBITDA 为551亿元人民币	16.2	18.0	19.8	16%	17%	17%	892,993	992,215	1,091,436
金融科技和云服务	FY22E EV/EBITDA	FY22E EBITDA 为495亿元人民币	18.0	20.0	22.0	16%	17%	17%	890,225	989,139	1,088,053
投资公司	市值 (十亿美元)	股权占比									
京东 (JD US)	102.2	16.9%									112,223
58同城	8.6	22.4%									12,522
滴滴出行	38.2	6.4%									15,891
动视暴雪 (ATVI US)	64.4	5.0%									20,936
金山 (3888 HK)	6.3	7.8%									3,182
众安保险 (6060 HK)	6.8	10.2%									4,509
Sea (SE US)	167.1	22.9%									248,713
美团 (3690 HK)	171.8	17.2%									192,021
掌趣 (300315 CH)	1.5	4.0%									391
Snap (SNAP US)	113.8	11.0%									81,350
永辉 (601933 CH)	6.1	5.0%									1,991
唯品会 (VIPS US)	9.6	9.3%									5,829
海澜之家 (600398 CH)	4.7	5.5%									1,683
步步高 (002251 CH)	0.9	6.0%									364
中金公司 (3908 HK)	30.4	4.5%									8,859
中国联通 (0762 HK)	17.5	5.2%									5,910
大连万达商业地产	35.4	4.1%									9,426
猎豹移动 (CMCM US)	0.3	16.8%									290
斗鱼 (Doyu US)	1.1	37.2%									2,620
Netmarble (251270 KS)	9.5	17.5%									10,832
Ubisoft (UBI PA)	7.4	5.0%									2,402
Epic Games	15.0	42.0%									40,950
四维图新 (002405 CH)	4.3	5.0%									1,412
同程艺龙 (0780 HK)	4.4	21.8%									6,202
蘑菇街 (MOGU US)	0.1	18.4%									115
华谊兄弟 (300027 CH)	1.5	7.9%									759
WeBank	28.9	30.0%									56,378
Spotify (SPOT US)	39.2	8.7%									22,215
搜狗 (SOGO US)	3.4	39.2%									8,608
拼多多 (PDD US)	101.5	15.6%									102,887
小红书	5.0	10.0%									3,250
蔚来 (NIO US)	63.7	10.0%									41,387
创梦天地 (1119 HK)	0.8	18.6%									1,000
富途证券 (FUTU US)	13.9	22.8%									20,651
有赞 (8083 HK)	1.8	6.0%									693
哔哩哔哩 (BILI US)	26.3	11.6%									19,840
快手 (1024 HK)	37.8	12.2%									29,899
Reddit	2.7	5.6%									983
博思软件 (300525 CH)	1.1	8.4%									588
贝壳找房 (BEKE US)	23.8	11.6%									17,894
PolicyBazaar	1.5	10.0%									975
MXPlayer	0.5	22.2%									722
Gojek	10.0	16.0%									10,400
猫眼 (1896 HK)	1.4	13.8%									1,279
微盟 (2013 HK)	3.2	2.6%									541
东华软件 (002065 CH)	3.4	5.0%									1,119
Universal Music Group	33.6	10.0%									21,840
Minglamp Technology	3.0	3.3%									644
Afterpay (APT AU)	27.3	5.0%									8,852
Warner Music (WMG US)	18.8	1.6%									1,954
祖龙娱乐 (9990 HK)	0.9	12.9%									768
移卡 (9923 HK)	1.9	3.9%									474
名创优品 (MNSO US)	4.0	4.8%									1,253
世茂服务 (873 HK)	5.4	4.0%									1,397
医渡云 (2158 HK)	3.6	0.6%									148
知乎 (ZH US)	5.1	11.1%									3,689
恒腾网络 (136 HK)	4.9	16.9%									5,367
总投资公司估值											1,179,077
减控股折让											(294,769)
净现金		144,698百万元人民币				16%	15%	14%	144,698	144,698	144,698
总估值(百万元人民币)						3%	2%	2%	5,440,953	5,931,169	6,421,385
普通股数(百万)									9,766	9,766	9,766
每股价值(人民币)									557	607	658
港元/人民币											1.20
每股价值(港元)									669	729	789
腾讯22财年非IFRS摊薄每股盈利(港元)									20.1	20.1	20.1
对应的22财年年市盈率(倍)									33	36	39

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

财务预测表

利润表

百万元人民币	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	377,289	482,064	591,742	715,254	837,559
营业成本	(209,756)	(260,532)	(325,253)	(390,411)	(453,759)
毛利	167,533	221,532	266,489	324,843	383,800
利息收入	6,314	6,957	9,494	13,465	18,201
其他收益净额	19,689	57,131	56,193	35,763	41,878
销售和营销费用	(21,396)	(33,758)	(42,906)	(52,824)	(60,909)
一般及行政费用	(53,446)	(67,625)	(90,341)	(102,248)	(117,415)
营业利润	118,694	184,237	198,930	218,998	265,555
净财务成本	(7,613)	(7,887)	(8,646)	(10,825)	(13,485)
联营及合营企业应占亏损	(1,681)	3,672	(2,509)	0	0
税前利润	109,400	180,022	187,775	208,173	252,070
所得税费用	(13,512)	(19,897)	(21,123)	(30,466)	(37,015)
少数股东权益	2,578	278	4,745	7,022	8,201
归属于股东的净利润	93,310	159,847	161,907	170,685	206,854
非 IFRS 营业利润	114,601	149,404	167,152	203,110	246,769
非 IFRS 归属于股东的净利润	94,351	122,742	135,819	163,721	197,252

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年成长率					
营业收入	21%	28%	23%	21%	17%
营业利润	22%	55%	8%	10%	21%
非IFRS净利润	22%	30%	11%	21%	20%
获利能力					
股本回报率	24%	27%	20%	17%	18%
毛利率	44%	46%	45%	45%	46%
非 IFRS 营业利润率	30%	31%	28%	28%	29%
非 IFRS 净利率	25%	25%	23%	23%	24%
每股资料 and 估值 (人民币)					
摊薄每股盈利	9.7	16.5	16.7	17.5	21.1
非 IFRS 基本每股盈利	10.0	12.9	14.3	17.1	20.5
非 IFRS 摊薄每股盈利	9.8	12.7	14.0	16.8	20.1
非IFRS摊薄每股盈利 (港元)	11.0	14.7	16.8	20.1	24.1
每股净资产	46.1	74.7	91.8	108.9	129.9
每股股利	1.0	1.4	2.5	2.6	2.7
估值比率					
EV/EBITDA (x)	25.5	19.9	16.5	13.7	11.6
市盈率 (x)	38.2	28.7	25.1	20.9	17.4
市净率 (x)	8.2	4.7	3.8	3.2	2.7
股息率 (%)	0.28	0.38	0.72	0.73	0.76

资产负债表

百万元人民币	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
物业、厂房及设备	46,824	59,843	74,451	90,598	107,209
无形资产	128,860	159,437	147,531	140,708	138,727
现金及现金等价物	132,991	152,798	267,024	368,477	491,323
定期存款	65,911	100,168	107,834	148,636	198,042
投资联营和合资公司	221,894	305,258	310,845	318,717	326,274
可供出售投资	-	-	-	-	-
公允价值的金融资产	217,657	385,628	462,754	555,304	666,365
其他	139,849	170,293	191,505	213,737	235,752
总资产	953,986	1,333,425	1,561,943	1,836,177	2,163,691
应付账款	80,690	94,030	110,586	132,740	154,278
其他应付款和应付负债	45,174	54,308	54,308	54,308	54,308
银行借款	126,952	126,387	131,017	141,051	154,801
应付票据	93,861	122,057	172,876	233,884	304,983
其他	118,485	158,600	146,076	154,786	163,368
总负债	465,162	555,382	614,862	716,769	831,738
股本	-	-	-	-	-
股份溢价	35,271	48,793	66,418	85,014	106,791
库存股	-	-	-	-	-
股份奖励计划股份	(4,002)	(4,412)	(4,412)	(4,412)	(4,412)
其他储备金	16,786	121,139	121,139	121,139	121,139
留存收益	384,651	538,464	685,133	831,840	1,014,408
股东权益总额	432,706	703,984	868,277	1,033,582	1,237,926
少数股东权益	56,118	74,059	78,804	85,826	94,027
总权益	488,824	778,043	947,082	1,119,408	1,331,953

现金流量表

百万元人民币	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
经营活动现金流	148,590	194,119	228,453	266,889	310,459
净利润	95,888	160,125	166,652	177,707	215,055
折旧摊销	44,673	50,774	62,389	69,354	77,502
股权激励	10,127	12,634	17,625	18,597	21,777
联营公司减值准备	3,823	6,642	5,952	6,064	6,221
营运资金变动	15,330	27,423	(17,180)	8,632	8,105
其它	(21,251)	(63,479)	(6,985)	(13,465)	(18,201)
投资活动现金流	(116,170)	(181,955)	(154,437)	(212,502)	(248,177)
资本支出和购买无形资产	(52,632)	(61,252)	(65,092)	(78,678)	(92,132)
定期存款净额	(2,994)	(26,992)	(7,666)	(40,802)	(49,406)
其他投资	(60,544)	(93,711)	(81,680)	(93,022)	(106,639)
筹资活动现金流	1,672	13,647	40,210	47,065	60,563
借款	22,961	44,490	55,448	71,042	84,849
股息	(8,315)	(10,339)	(15,238)	(23,977)	(24,286)
其他	(12,974)	(20,504)	0	0	0
净现金流	35,177	19,807	114,226	101,453	122,845

注：截至2021年8月19日的收盘价

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828