

腾讯 (700.HK)

受益于“宅经济”，一季度业绩大超预期

收入利润均超预期。根据公司财报，腾讯一季度收入同比增长26%至1081亿，高于市场预期7%，手游和社交广告表现亮眼。调整后净利润（非通用会计准则下）为271亿元，同比增长29%，高于市场预期9%。

核心运营数据：QQ MAU 为 6.93 亿，环比增长 7.2%，同比下降 1%；微信 MAU 突破 12.0 亿，环比增长 3.2%，同比增长 8.2%；收费增值用户为 1.97 亿，同比增长 19.3%，其中腾讯视频会员数达到 1.12 亿，同比增长 26%，音乐会员数同比增长 50%，至 4300 万；微信小程序 DAU 突破 4 亿。

分部业务：增值服务（包括游戏和社交）收入同比增长 27%，至 624 亿，收入占比为 58%，其中游戏同比增长 31%，社交网络同比增长 23%；广告业务好于预期，同比增长 32%，至 177 亿，收入占比为 16%；金融科技及企业服务增速有所放缓，同比增长 22%，至 265 亿，收入占比为 25%。

受“宅经济”和假期延长影响，手游增长强劲。本季度，游戏收入同比上升 31%，其中手游同比激增 64%。疫情期间，手游承接线下娱乐需求，强社交竞技类游戏《王者荣耀》、《和平精英》表现火爆，而腾讯手游增速仍超过市场的高预期，头部效应明显。端游同比下降 14%，主要受网吧关停影响。随着复工复学，游戏热度会自然回落，但递延收入大增（同比和环比分别增长 69%和 37%），以及《PUBG Mobile》的海外市场表现，二季度游戏业务仍可期。

社交广告逆势上涨，好于预期。本季度，广告业务同比增长 32%，来自于游戏、互联网服务和在线教育等线上行业的广告收入上升。其中，社交广告同比增长 47%，受益于用户时长增加，朋友圈等广告曝光量上升。媒体广告同比下降 10%，主要受广告主预算削减以及体育赛事停播等影响。整个网络广告行业受到疫情冲击，Questmobile 预计一季度中国互联网广告市场规模同比下降 20%，而腾讯广告业务逆势上涨，展现出很强的弹性。公司二季度展望仍相对谨慎，认为广告行业仍面临压力，主要由于经济放缓导致广告主预算下滑以及用户时长回落。

赵丹

互联网分析师

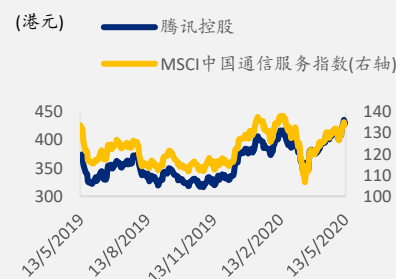
dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

2020 年 5 月 14 日

公司数据	未评级
目前股价（港元）	429.6
52 周内股价区间（港元）	312-438
市值（十亿港元）	4,104
90 日均成交量（百万）	8,785

股价表现



财务数据摘要

(百万人民币)	2017	2018	2019
营收	237,760	312,694	377,289
毛利	116,925	142,120	167,533
营业利润	72,421	78,800	95,722
净利润	71,510	78,719	93,310
EPS (元)	7.5	8.2	9.6
P/E	44.5	33.1	34.1

资料来源：Bloomberg、浦银国际

金融科技业务恢复较快。本季度，金融科技及企业服务收入同比增长22%，因疫情影响，增速有所放缓（4Q19同比增长32%），包括云业务部分项目交付延迟和线下支付受到影响。目前支付业务恢复较快，在四月最后一周，支付业务的日均交易额已恢复至2019年年底水平。此外，随着网络理财和网络借贷等高毛利业务占比提升，也会带动整体利润率的改善。

利润率有所改善。公司本季度毛利率为49%，同比上升两个百分点，主要由于广告业务毛利率改善。分部业务来看，增值服务毛利率由58%改善至59%；金融科技及企业服务的毛利率为28%，同比持平；广告业务的毛利率由42%提升至49%，主要由于部分综艺节目延播导致内容成本下降。销售费用同比上升66%，主要用于对短视频微视的推广活动，销售费率占比由去年的5%上升至7%。调增后净利率为25%，同比略有改善。

财务报表分析与预测

利润表

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	237,760	312,694	377,289	464,776	566,716
销售与服务收入	194,422	234,725	268,368		
融资收入			101,355		
其他收入	43,338	77,969	7,566		
主营业务成本	6	77,969	7,566		
商品与服务成本		238,139	284,980		
折旧、摊销					
毛利	116,925	142,120	167,533		
营业开支	48,729	66,776	76,074		
销售及营销开支	17,518	24,080	21,193		
一般行政管理开支	31,333	39,038	50,570		
折旧、摊销	1,852	2,637	3,079		
其他营业支出	-1,974	1,021	1,232	20,057	22,508
营业利润	72,421	78,800	95,722	134,868	164,743
净利息支出	-880	329	1,917		
调整税前利润	75,987	80,873	82,598	127,993	158,283
收入包括少数股权	72,471	79,984	95,888		
少数股东权益	961	1,265	2,578		
GAAP净利润	71,510	78,719	93,310		

现金流量表

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	71,510	78,719	93,310		
折旧、摊销	23,611	34,248	44,673		
非现金项目	-7,106	-5,261	-3,870		
非现金营运资本变动	23,663	4,896	15,330		
经营活动所得现金	1,068	93	14,046		
固定及无形资产收购	-2,056	-3,057	-2,206		
长期投资净变动	-42,504	0	0		
收购与剥离净现金	-40,410	-114,916	-64,637		
固定及无形资产收购	-2,056	-3,057	-2,206		
投资活动现金流量	-101,930	-158,072	-124,070		
已付股利	-5,052	-6,776	-8,315		
债务(偿付)所得现金	29,012	37,842	20,561		
股权(回购)现金	-2,061	-2,225	-2,180		
融资所得现金	26,598	35,380	8,719		
现金净增减	33,795	-7,883	35,177		

资产负债表

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金、现金等同及短期投资	142,886	167,246	187,391		
应收账款与票据	16,549	28,427	35,839		
库存	295	324	718		
其他短期资产	18,716	21,083	30,020		
总计流动资产	178,446	217,080	253,968		
财产、厂房及设备, 净值	31,871	47,076	77,215		
长期投资与应收账款	138,542	137,639	212,335		
其他长期资产	205,813	321,726	410,468		
非流动资产总计	376,226	506,441	700,018		
总资产	554,672	723,521	953,986		
应付与应计账款	89,160	118,306	136,813		
短期债务	20,448	40,554	36,508		
其他短期负债	42,132	43,575	66,835		
总计流动负债	151,740	202,435	240,156		
长期债务	111,457	138,735	196,012		
其他长期负债	14,382	26,144	28,994		
非流动负债总额	125,839	164,879	225,006		
总负债	277,579	367,314	465,162		
股本与资本公积	22,204	27,294	35,271		
留存收益	204,955	302,450	384,651		
其他股东权益	28,915	-6,234	12,784		
少数股东权益前股本	256,074	323,510	432,706		
总股东权益	277,093	356,207	488,824		
总负债与股东权益	554,672	723,521	953,986		

主要财务比率

	2017	2018	2019	2020E	2021E
市盈率	44.5	33.1	34.1	33.7	27.4
市净率	12.5	8.1	7.4	7.0	5.6
价格/有形账面价值	14.9	9.8	10.6		
市销率	13.4	8.3	8.4	8.2	6.7
企业价值/净收入	13.6	8.5	8.8	8.4	6.9
企业价值/EBITDA	29.8	21.1	21.2	23.7	19.5
企业价值/EBIT	38.1	28.9	29.7	28.9	23.7
回报率%					
普通股回报率	33.2	27.2	24.7		
总资产回报率	15.1	12.3	11.1		
资本回报率	21.3	17.8	16.4		
投资资本回报	19.5	16.4	15.4		
利润率%					
毛利率	49.2	45.5	44.4		
EBITDA率	45.5	40.5	41.4		
营业利润率	35.6	29.6	29.5		
税前毛利率	37.0	10.3	29.4		
净利润率	30.1	25.2	24.7		
流动性比率					
现金比率	0.9	0.8	0.8		
流动比率	1.2	1.1	1.1		
速动比率	1.1	1.0	0.9		
CFO/平均流动负债	0.9	0.6	0.7		
普通股权益/总资产	46.2	44.7	45.4		
总债务/股东权益	47.6	50.3	47.6		
总债务/资本	32.3	33.5	32.2		
总负债/总资产	23.8	24.8	24.4		

E=Bloomberg预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（腾讯 700.HK）在过去 12 个月内存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼