



# 腾讯 (700.HK) 3Q20 业绩：业绩优于市场预期，手游增长依然强劲

维持买入评级和目标价 700 港元，潜在升幅 21.3%。

- 业绩超市场预期，保持稳健增长：**腾讯三季度收入同比增长 29%，达到 1254 亿，高于市场预期 1.3%，高于 SPDBI 预测 0.7%。游戏业务依旧保持强劲增长势头，同比增长 45%。净利润 385 亿，同比增长 89%，远超市场预期，主要由于投资公司公允价值变动。调整后净利润为 323 亿，同比增长 32%，高于市场预期 1.6%，较 SPDBI 预测低 0.1%。
- 手游业务依然强劲：**本季度，手游整体收入为 392 亿，同比增长 61%；端游收入为 116 亿，保持平稳。而递延收入同比增长 59%，也意味着后续季度的收入仍然可观。近日，《王者荣耀》在五周年庆典上，公布其日活已经突破 1 亿。腾讯也将继续深挖《王者荣耀》大 IP 价值，推动影游漫联动。《天涯明月刀手游》自 10 月中旬上线以来，也表现出色，保持在 iOS 畅销榜前五。此外，《英雄联盟手游》近期已经在东南亚，日本，韩国等地区开启公测，游戏整体高度还原端游，玩家评价很高，十分火爆。由于用户差异性，我们认为《英雄联盟手游》的推出对《王者荣耀》并不会造成太大影响。
- “小程序经济圈”逐步完善，看好其长期潜力：**微信的私域流量蕴含着巨大机会，我们看好微信生态下的小程序，公众号和视频号等之间的协同效应。今年 1-8 月，小程序商品交易 GMV 同比增长 115%，未来仍将保持高速增长。金融科技方面，本季度通过腾讯支付的总金额同比增长 30%，而理财平台的用户数同比增长也超过 50%。云计算由于合同调整原因，增速较之前有所放缓。
- 维持买入评级和目标价 700 港元：**关于近日的平台经济反垄断政策，我们认为对于腾讯的影响有限，业务仍将保持稳健增长。我们将 2020-2023 年收入略微上调 0.2%、0.1%和 0.0%；2020-2023 年调整后净利润分别上调 0.0%、0.6%和 0.5%，维持目标价 700 港元，分别对应 36x 和 30x 的 2021E 和 2022E 市盈率。
- 投资风险：**政策不确定性；竞争激烈。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	312,694	377,289	481,411	597,674	727,731
营收增速	31.5%	20.7%	27.6%	24.2%	21.8%
调整后净利润	80,292	97,589	126,869	164,084	197,653
调整后净利率	25.7%	25.9%	26.4%	27.5%	27.2%
调整后 EPS	8.4	10.2	13.2	17.1	20.6
调整后 PE(x)	59.8	49.4	38.0	29.4	24.4

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师

dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2020 年 11 月 13 日

评级

买入

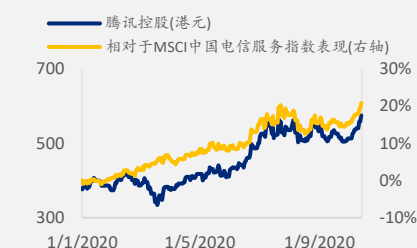
目标价 (港元)	700
潜在升幅/降幅	+21.3%
目前股价 (港元)	577
52 周内股价区间 (港元)	318-633
总市值 (百万港元)	5,530,388
近 3 月日均成交额 (百万港元)	9,872

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《腾讯控股：关于腾讯的十个思考》  
(2020-10-15)

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>收入</b>	<b>312,694</b>	<b>377,289</b>	<b>481,411</b>	<b>597,674</b>	<b>727,731</b>
收入成本	(170,574)	(209,756)	(259,658)	(321,345)	(390,205)
<b>毛利</b>	<b>142,120</b>	<b>167,533</b>	<b>221,754</b>	<b>276,330</b>	<b>337,526</b>
利息收入	4,569	6,314	7,236	8,984	10,938
其他收益净额	16,714	19,689	28,760	18,000	18,000
销售及市场推广开支	(24,233)	(21,396)	(32,371)	(35,860)	(43,664)
一般及行政开支	(41,522)	(53,446)	(67,798)	(83,674)	(98,244)
<b>经营盈利</b>	<b>97,648</b>	<b>118,694</b>	<b>157,580</b>	<b>183,778</b>	<b>224,557</b>
财务成本净额	(4,669)	(7,613)	(9,114)	(11,315)	(13,777)
分占联营公司及合营公司(亏损)/盈利	1,487	(1,681)	2,054	(600)	(600)
<b>除税前盈利</b>	<b>94,466</b>	<b>109,400</b>	<b>150,520</b>	<b>171,863</b>	<b>210,179</b>
所得税开支	(14,482)	(13,512)	(21,224)	(25,780)	(31,527)
<b>年度盈利</b>	<b>79,984</b>	<b>95,888</b>	<b>129,296</b>	<b>146,084</b>	<b>178,653</b>
少数股东权益	1,265	2,578	1,205	1,205	1,205
<b>本公司权益持有人</b>	<b>78,719</b>	<b>93,310</b>	<b>128,091</b>	<b>144,879</b>	<b>177,448</b>
以股份为基础的酬金	11,354	12,774	16,493	20,000	20,000
其他调整项	(9,781)	(8,495)	(17,715)	(795)	205
<b>调整后净利润</b>	<b>80,292</b>	<b>97,589</b>	<b>126,869</b>	<b>164,084</b>	<b>197,653</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>净利润</b>	<b>79,984</b>	<b>95,888</b>	<b>129,296</b>	<b>146,084</b>	<b>178,653</b>
折旧	8,423	15,623	20,847	24,498	29,648
摊销	25,825	29,050	65,826	55,654	54,893
其他调整项	(7,787)	(7,301)	-	-	-
营运资金变动	4,491	15,330	9,135	12,475	13,900
<b>经营现金流</b>	<b>110,936</b>	<b>148,590</b>	<b>225,104</b>	<b>238,711</b>	<b>277,093</b>
固定资产	(19,710)	(22,762)	(29,049)	(36,064)	(43,912)
无形资产	(31,877)	(29,866)	(38,108)	(47,312)	(57,607)
土地使用权	(2,441)	(4,356)	(5,392)	(6,673)	(8,103)
其他投资现金流	(97,885)	(59,186)	(69,747)	(69,458)	(70,141)
<b>投资现金流</b>	<b>(151,913)</b>	<b>(116,170)</b>	<b>(142,297)</b>	<b>(159,507)</b>	<b>(179,764)</b>
借款净额	9,961	(3,776)	12,882	6,356	5,154
其他融资现金流	20,926	5,448	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>30,887</b>	<b>1,672</b>	<b>12,882</b>	<b>6,356</b>	<b>5,154</b>
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>(10,090)</b>	<b>34,092</b>	<b>95,690</b>	<b>85,560</b>	<b>102,484</b>
汇率变动影响	2,207	1,085	-	-	-
年初现金及现金等价物	105,697	97,814	132,991	228,681	314,240
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>97,814</b>	<b>132,991</b>	<b>228,681</b>	<b>314,240</b>	<b>416,724</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
现金及现金等价物	97,814	132,991	228,681	314,240	416,724
应收款项	28,427	35,839	45,730	56,774	69,128
存货	324	718	889	1,100	1,336
其他流动资产	90,515	84,420	91,875	99,299	106,795
<b>流动资产合计</b>	<b>217,080</b>	<b>253,968</b>	<b>367,174</b>	<b>471,412</b>	<b>593,983</b>
固定资产	35,091	46,824	55,026	66,592	80,856
无形资产	56,650	128,860	101,142	92,800	95,513
土地使用权	7,106	15,609	21,001	27,675	35,778
其他非流动资产	407,594	508,725	571,018	633,052	695,696
<b>非流动资产合计</b>	<b>506,441</b>	<b>700,018</b>	<b>748,187</b>	<b>820,118</b>	<b>907,844</b>
<b>资产总计</b>	<b>723,521</b>	<b>953,986</b>	<b>1,115,361</b>	<b>1,291,530</b>	<b>1,501,827</b>
短期借款	26,834	22,695	23,849	23,978	23,178
应付账款	73,735	80,690	99,886	123,616	150,106
其他流动负债	101,866	136,771	136,771	136,771	136,771
<b>流动负债合计</b>	<b>202,435</b>	<b>240,156</b>	<b>260,506</b>	<b>284,366</b>	<b>310,055</b>
长期借款	87,437	104,257	115,986	122,212	128,166
应付票据	51,298	83,327	83,327	83,327	83,327
其他非流动负债	63,700	52,572	61,193	78,827	98,563
<b>非流动负债合计</b>	<b>202,435</b>	<b>240,156</b>	<b>260,506</b>	<b>284,366</b>	<b>310,055</b>
<b>负债总计</b>	<b>404,870</b>	<b>480,312</b>	<b>521,012</b>	<b>568,731</b>	<b>620,111</b>
保留盈利	299,660	384,651	513,947	660,031	838,683
其他权益	23,850	48,055	48,055	48,055	48,055
本公司权益持有人应占权益	323,510	432,706	562,002	708,086	886,738
非控制性权益	32,697	56,118	56,118	56,118	56,118
<b>权益总额</b>	<b>356,207</b>	<b>488,824</b>	<b>618,120</b>	<b>764,204</b>	<b>942,856</b>

### 主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	31.5%	20.7%	27.6%	24.2%	21.8%
毛利增速	21.5%	17.9%	32.4%	24.6%	22.1%
经营利润增速	8.1%	21.6%	32.8%	16.6%	22.2%
净利润增速	10.4%	19.9%	34.8%	13.0%	22.3%
调整后净利润增速	20.9%	21.5%	30.0%	29.3%	20.5%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	45.5%	44.4%	46.1%	46.2%	46.4%
经营利润率	31.2%	31.5%	32.7%	30.7%	30.9%
净利率	25.6%	25.4%	26.9%	24.4%	24.5%
调整后净利率	25.7%	25.9%	26.4%	27.5%	27.2%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	8.3	9.9	13.5	15.3	18.7
摊薄EPS	8.2	9.6	13.3	15.1	18.5
调整后EPS	8.4	10.2	13.2	17.1	20.6
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	9.7%	18.2%	37.3%	13.1%	22.5%
摊薄EPS增速	9.7%	17.2%	38.3%	13.1%	22.5%
调整后EPS增速	20.5%	21.1%	30.0%	29.3%	20.5%
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E		59.9	46.1	35.6	29.6
目标P/S		15.3	12.0	9.6	7.9
目标P/B		12.4	11.6	10.9	10.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# 腾讯 (700.HK) 3Q20 业绩：业绩优于市场预期，手游增长依然强劲

## 业绩超市场预期，保持稳健增长

腾讯三季度收入同比增长 29%，达到 1254 亿，高于市场预期 1.3%，高于 SPDBI 预测 0.7%。游戏业务依旧保持强劲增长势头，同比增长 45%。净利润为 385 亿，同比增长 89%，远超市场预期，主要由于投资公司公允价值变动。调整后净利润为 323 亿，同比增长 32%，高于市场预期 1.6%，较 SPDBI 预测低 0.1%。

腾讯增值服务同比增长 38%，达到 698 亿；金融科技及企业服务收入，同比增长 24%，达到 333 亿；广告业务同比增长 16%，达到 214 亿。

本季度，微信 MAU 为 12.1 亿，环比微增 0.6%，QQ 的 MAU 环比降 4.7%。增值服务用户达到 2.13 亿，同比增长 25%，环比增长 1000 万，其中腾讯视频会员数同比增长 20% 至 1.2 亿，音乐会员数同比增长 46% 至 0.52 亿。

## 手游业务依然强劲

后疫情时代，游戏业务仍能保持强劲增长势头，《和平精英》和《王者荣耀》仍保持快速增长。本季度，手游整体收入为 392 亿，同比增长 61%；端游收入为 116 亿，保持平稳。而递延收入同比增长 59%，也意味着后续季度的收入仍然可观。

近日，《王者荣耀》在五周年庆典上，公布其日活已经突破 1 亿。腾讯也将继续深挖《王者荣耀》大 IP 价值，推动影游漫联动。腾讯将以《王者荣耀》为蓝本，打造两款游戏，一部动画片和一部电视剧。《天涯明月刀手游》自 10 月中旬上线以来，也表现出色，保持在 iOS 畅销榜前五。

此外，《英雄联盟手游》近期已经在东南亚，日本，韩国等地区开启公测，游戏整体高度还原端游，玩家评价很高，十分火爆。由于用户差异性，我们认为《英雄联盟手游》的推出对《王者荣耀》并不会造成太大影响。

## “小程序经济圈”逐步完善，看好其长期潜力

微信的私域流量蕴含着巨大机会，我们看好微信生态下的小程序，公众号和视频号等之间的协同效应。今年 1-8 月，小程序商品交易 GMV 同比增长 115%，未来仍将保持高速增长。我们预计小程序 GMV 未来三年年均复合增长 80%。

金融科技方面，本季度通过腾讯支付的总金额同比增长 30%，而理财平台的用户数同比增长也超过 50%。云计算由于合同调整原因，增速较之前有所放缓。

## 维持买入评级和目标价 700 港元

关于近日的平台经济反垄断政策，我们认为对于腾讯的影响有限，业务仍将保持稳健增长，我们维持买入评级。我们将 2020-2023 年收入略微上调 0.2%、0.1%和 0.0%；2020-2023 年调整后净利润分别上调 0.0%、0.6%和 0.5%，维持目标价 700 港元，分别对应 36x 和 30x 的 2021E 和 2022E 市盈率。

图表 2: 腾讯财务预测对比

人民币百万	3Q2020			FY2020E			FY2021E			FY2022E		
	财报	SPDBI 预测	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	125,447	124,630	0.7%	481,411	480,594	0.2%	597,674	597,268	0.1%	727,731	727,789	0.0%
增值服务	69,802	64,716	7.9%	262,563	257,478	2.0%	311,863	305,786	2.0%	364,239	357,098	2.0%
金融科技及企业服务	33,255	36,123	-7.9%	129,086	131,955	-2.2%	174,612	178,341	-2.1%	228,805	233,466	-2.0%
网络广告	21,351	22,233	-4.0%	82,328	83,210	-1.1%	102,278	103,599	-1.3%	123,982	125,774	-1.4%
其他	1,039	1,557	-33.3%	7,434	7,952	-6.5%	8,920	9,542	-6.5%	10,705	11,451	-6.5%
毛利润	56,647	56,256	0.7%	221,754	221,362	0.2%	276,330	274,743	0.6%	337,526	335,900	0.5%
经营利润	43,953	34,670	26.8%	157,580	148,297	6.3%	183,778	183,036	0.4%	224,557	223,769	0.4%
净利润	38,899	27,566	41.1%	129,296	117,963	9.6%	146,084	145,152	0.6%	178,653	177,604	0.6%
调整后净利润	33,325	33,366	-0.1%	126,869	126,910	0.0%	164,084	163,152	0.6%	197,653	196,604	0.5%

注：经营利润和净利润差异是由于本季度其他收入 115 亿，主要是投资公司公允价值变动。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: 腾讯估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY21E		估值方法		
	收入	经营利润	EV/EBIT	P/S	估值
增值服务	311,863	109,152	25		2,728,801
金融科技及企业服务	174,612			10	1,746,123
网络广告	102,278	30,684	20		613,671
其他	8,920			3	26,761
投资					615,824
净现金					133,941
<b>市值(人民币 百万)</b>					<b>5,865,121</b>
人民币/港币					0.87
<b>市值(港元 百万)</b>					<b>6,726,056</b>
股数(百万)					9,603
<b>目标价(港元)</b>					<b>700</b>

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	P/S	P/E(市盈率)			
					2018A	2019A	2020E	2021E
700 HK EQUITY	腾讯	734,843	577	8.6	63.4	51.4	39.6	31.8
9988 HK EQUITY	阿里巴巴	721,857	253	5.9	52.9	48.2	35.7	26.9
3690 HK EQUITY	美团	230,039	287	10.4	N/A	822.0	291.3	92.4
NTES US EQUITY	网易	60,354	90	5.0	44.6	25.6	24.0	19.7
BIDU US EQUITY	百度	48,593	143	2.9	14.6	21.8	18.8	15.6
TCOM US EQUITY	携程	20,117	36	5.6	30.0	24.0	N/A	28.0
AMZN US EQUITY	亚马逊	1,560,587	3137	3.6	108.0	95.7	65.8	53.4
<b>综合性平台平均</b>				<b>6.0</b>	<b>52.2</b>	<b>155.5</b>	<b>79.2</b>	<b>38.2</b>
WB US EQUITY	微博	10,204	46	5.8	17.0	16.5	22.2	17.9
MOMO US EQUITY	陌陌	3,185	16	1.3	6.4	5.3	8.7	6.8
FB US EQUITY	Facebook	783,508	276	7.9	32.4	30.2	28.4	24.5
TWTR US EQUITY	Twitter	34,049	44	8.1	53.8	47.1	N/A	53.5
LN US EQUITY	LINE	12,436	51	5.2	706.1	N/A	N/A	N/A
<b>社交平台平均</b>				<b>5.7</b>	<b>163.1</b>	<b>24.8</b>	<b>19.8</b>	<b>25.7</b>
IQ US EQUITY	爱奇艺	19,199	26	4.1	N/A	N/A	N/A	N/A
NFLX US EQUITY	Netflix	215,053	491	7.6	151.5	118.9	74.6	50.9
DIS US EQUITY	Disney	244,893	138	3.4	19.6	23.8	89.6	57.4
<b>视频流媒体平均</b>				<b>5.1</b>	<b>85.6</b>	<b>71.4</b>	<b>82.1</b>	<b>54.1</b>
V US EQUITY	Visa	458,119	213	19.6	45.5	38.6	41.6	37.9
MA US EQUITY	MasterCard	327,281	332	19.1	50.9	42.7	51.4	39.6
PYPL US EQUITY	PayPal	221,567	192	9.1	78.9	61.5	49.9	41.4
<b>支付平台平均</b>				<b>15.9</b>	<b>58.4</b>	<b>47.6</b>	<b>47.6</b>	<b>39.6</b>
<b>总平均</b>				<b>7.4</b>	<b>92.2</b>	<b>92.1</b>	<b>60.1</b>	<b>37.3</b>

注: 腾讯市盈率浦银国际预测, 其余为 Bloomberg 一致预测; NA 代表公司亏损, 市盈率不适用, 10 月 14 日数据  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>损益表</b>					
增值服务	176,646	199,991	262,563	311,863	364,239
金融科技及企业服务	73,138	101,355	129,086	174,612	228,805
网络广告	58,079	68,377	82,328	102,278	123,982
其他	4,831	7,566	7,434	8,920	10,705
<b>收入合计</b>	<b>312,694</b>	<b>377,289</b>	<b>481,411</b>	<b>597,674</b>	<b>727,731</b>
同比增长	32%	21%	28%	24%	22%
成本	(170,574)	(209,756)	(259,658)	(321,345)	(390,205)
<b>毛利润</b>	<b>142,120</b>	<b>167,533</b>	<b>221,754</b>	<b>276,330</b>	<b>337,526</b>
毛利率	45%	44%	46%	46%	46%
利息收入	4,569	6,314	7,236	8,984	10,938
其他收益净额	16,714	19,689	28,760	18,000	18,000
销售及市场推广开支	(24,233)	(21,396)	(32,371)	(35,860)	(43,664)
一般及行政开支	(41,522)	(53,446)	(67,798)	(83,674)	(98,244)
<b>营业利润</b>	<b>97,648</b>	<b>118,694</b>	<b>157,580</b>	<b>183,778</b>	<b>224,557</b>
营业利润率	31%	31%	33%	31%	31%
财务成本净额	(4,669)	(7,613)	(9,114)	(11,315)	(13,777)
分占联营公司及合营公司(亏损)/盈利	1,487	(1,681)	2,054	(600)	(600)
<b>税前利润</b>	<b>94,466</b>	<b>109,400</b>	<b>150,520</b>	<b>171,863</b>	<b>210,179</b>
所得税开支	(14,482)	(13,512)	(21,224)	(25,780)	(31,527)
<b>净利润</b>	<b>79,984</b>	<b>95,888</b>	<b>129,296</b>	<b>146,084</b>	<b>178,653</b>
净利率	26%	25%	27%	24%	25%
非控股权益	1,265	2,578	1,205	1,205	1,205
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>78,719</b>	<b>93,310</b>	<b>128,091</b>	<b>144,879</b>	<b>177,448</b>
<b>非通用会计准则</b>					
以股份为基础的酬金	11,354	12,774	16,493	20,000	20,000
其他调整项	(9,781)	(8,495)	(17,715)	(795)	205
<b>调整后净利润</b>	<b>80,292</b>	<b>97,589</b>	<b>126,869</b>	<b>164,084</b>	<b>197,653</b>
调整后净利润率	26%	26%	26%	27%	27%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 6: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>资产负债表</b>					
现金及现金等价物	97,814	132,991	228,681	314,240	416,724
应收款项	28,427	35,839	45,730	56,774	69,128
存货	324	718	889	1,100	1,336
其他流动资产	90,515	84,420	91,875	99,299	106,795
<b>流动资产合计</b>	<b>217,080</b>	<b>253,968</b>	<b>367,174</b>	<b>471,412</b>	<b>593,983</b>
固定资产	35,091	46,824	55,026	66,592	80,856
无形资产	56,650	128,860	101,142	92,800	95,513
土地使用权	7,106	15,609	21,001	27,675	35,778
其他非流动资产	407,594	508,725	571,018	633,052	695,696
<b>非流动资产合计</b>	<b>506,441</b>	<b>700,018</b>	<b>748,187</b>	<b>820,118</b>	<b>907,844</b>
<b>资产总计</b>	<b>723,521</b>	<b>953,986</b>	<b>1,115,361</b>	<b>1,291,530</b>	<b>1,501,827</b>
短期借款	26,834	22,695	23,849	23,978	23,178
应付账款	73,735	80,690	99,886	123,616	150,106
其他流动负债	101,866	136,771	136,771	136,771	136,771
<b>流动负债合计</b>	<b>202,435</b>	<b>240,156</b>	<b>260,506</b>	<b>284,366</b>	<b>310,055</b>
长期借款	87,437	104,257	115,986	122,212	128,166
应付票据	51,298	83,327	83,327	83,327	83,327
其他非流动负债	63,700	52,572	61,193	78,827	98,563
<b>非流动负债合计</b>	<b>202,435</b>	<b>240,156</b>	<b>260,506</b>	<b>284,366</b>	<b>310,055</b>
<b>负债总计</b>	<b>404,870</b>	<b>480,312</b>	<b>521,012</b>	<b>568,731</b>	<b>620,111</b>
保留盈利	299,660	384,651	513,947	660,031	838,683
其他权益	23,850	48,055	48,055	48,055	48,055
<b>本公司权益持有人应占权益</b>	<b>323,510</b>	<b>432,706</b>	<b>562,002</b>	<b>708,086</b>	<b>886,738</b>
非控制性权益	32,697	56,118	56,118	56,118	56,118
<b>权益总额</b>	<b>356,207</b>	<b>488,824</b>	<b>618,120</b>	<b>764,204</b>	<b>942,856</b>
<b>简明现金流量表</b>					
经营活动所得现金流量净额	110,936	148,590	225,104	238,711	277,093
投资活动现金流量净额	(151,913)	(116,170)	(142,297)	(159,507)	(179,764)
融资活动所得现金流量净额	30,887	1,672	12,882	6,356	5,154
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>(10,090)</b>	<b>34,092</b>	<b>95,690</b>	<b>85,560</b>	<b>102,484</b>
年初现金及现金等价物	105,697	97,814	132,991	228,681	314,240
汇率变动影响	2,207	1,085	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>97,814</b>	<b>132,991</b>	<b>228,681</b>	<b>314,240</b>	<b>416,724</b>

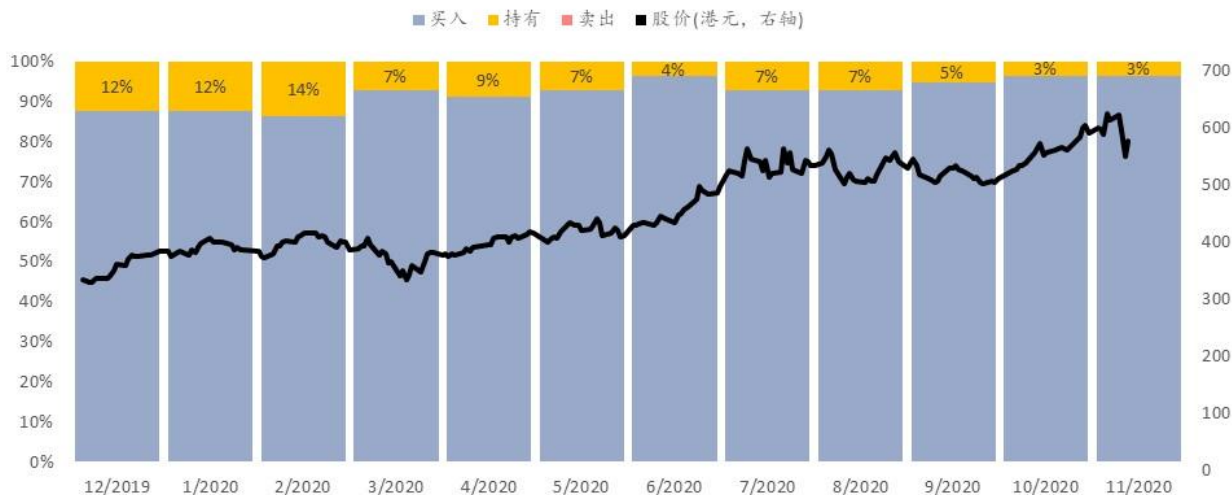
E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际



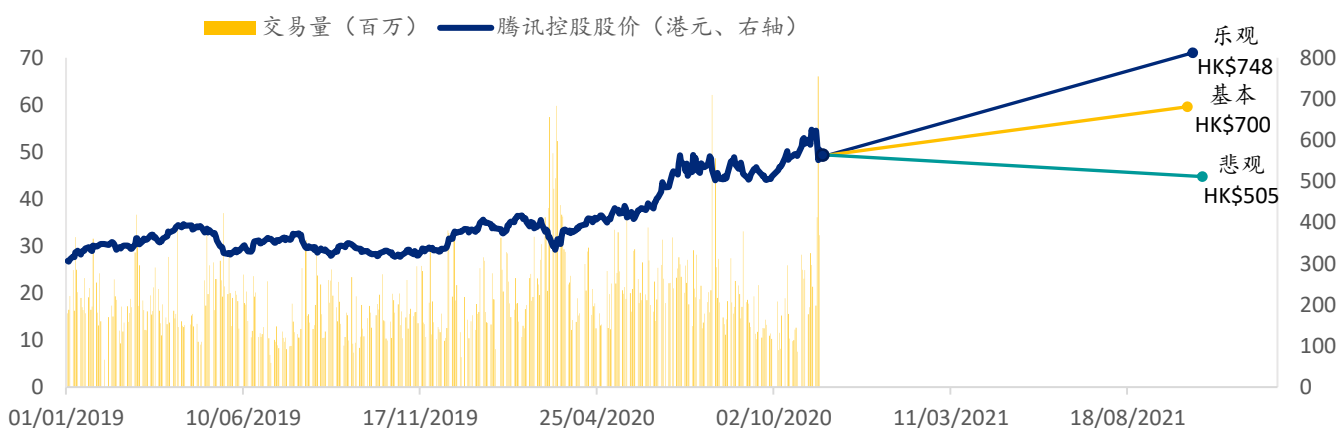
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 腾讯市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 腾讯 SPDBI 情景假设



### 乐观情景: 公司盈利水平好于预期

目标价: 748 港元

- 若受利好政策驱动, 企业服务的扩张速度好于预期, 且业务利润率能持续改善, 我们给予 ToB 业务 2900 亿美元估值。

### 悲观情景: 公司盈利水平不及预期

目标价: 505 港元

- 若经济下滑, 或影响企业相关资本开支预算; 腾讯的 ToB 业务的增长或不及预期, 我们给予 ToB 业务 1900 亿美元估值。

资料来源: 浦银国际预测

## 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经授权的行为。

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(腾讯控股 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。

#### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕雯

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

许敏洁

amy\_hsu@spdbi.com  
852-2808 6469

#### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com  
852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

#### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼