



腾讯 (700.HK): 持续降本增效, 视频号商业化加速推进

我们看好腾讯在核心业务领域的领先地位, 维持“买入”评级, 下调目标价至 427 港元, 潜在升幅 37%。

- 降本增效, 利润优于市场预期:** 腾讯二季度收入同比下降 3% 至 1340 亿人民币, 低于市场预期 1%; 公司加大了费用管控措施, 缩减了部分非核心业务, 二季度实现调整后净利润为 281 亿, 同比下降 17%, 高于市场预期的 244 亿, 调整后净利率为 21%, 去年同期为 25%。

二季度或为业绩底, 广告业务有望逐步回暖: 本季度, 在广告大盘整体承压的环境下, 公司广告收入同比下降 18% 至 186 亿, 好于预期, 环比提升 4%; 其中社交广告同比下降 17%, 媒体广告同比下降 25%。广告业务主要受 4、5 月份冲击较大, 6 月已看到行业广告需求有所回升, 预计下半年或将持续修复。**增值服务**收入为 717 亿, 同比持平, 其中游戏业务和社交网络分别下降 1% 和增长 1%。游戏方面, 受国内游戏发布数量下降和未成年人保护, 及海外疫情红利消退等因素影响, 本土和海外游戏收入均同比下降 1%, 海外收入占比为 25%; 按类型看, 手游收入同比下降 2%, 端游收入同比上涨 5%, 预计下半年较为稳定。**金融科技及企业业务**同比增长 1% 至 422 亿人民币, 增速继续放缓, 主要由于疫情短暂抑制了支付活动, 预计疫情后有望改善。

视频号逐步商业化, 为下半年重点关注: 微信视频号活跃度不断提升, 二季度总用户时长已超朋友圈总时长的 80%, 总播放量同比增长超过 200%。公司已于 7 月中推出视频号信息流广告, 进入广告变现测试阶段, 预计未来广告加载率将逐步提升。依托微信生态, 视频号可与小程序和公众号产生协同, 我们认为视频号蕴含很大的变现空间。

- 维持买入评级, 下调目标价至 427 港元:** 我们将公司 2022E/2023E 收入预测分别下调 3%/4%, 基于分布加法估值得到目标价 427 港元, 对应 2022E/2023E 年 31x/25x 市盈率。我们看好公司在核心业务领域的领先地位, 维持“买入”评级。
- 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	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	482,064	560,118	566,532	647,645	724,204
经营利润	184,237	271,620	126,089	138,790	162,397
调整后净利润	122,742	123,788	115,153	139,982	159,721
调整后目标 PE(x)			30.9	25.4	22.3

E=浦银国际预测; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

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

2022 年 8 月 19 日

评级

买入

目标价 (港元)	427
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价 (港元)	312.6
52 周内股价区间 (港元)	288-513
总市值 (百万港元)	3,006,650
近 3 月日均成交额 (百万港元)	8,152

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

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	482,064	560,118	566,532	647,645	724,204
收入成本	(260,532)	(314,174)	(325,533)	(368,194)	(404,518)
毛利	221,532	245,944	240,999	279,451	319,686
利息收入	6,957	6,650	7,258	8,298	9,278
其他收益净额	57,131	149,467	17,553	-	-
销售及市场推广开支	(33,758)	(40,594)	(32,620)	(38,859)	(43,452)
一般及行政开支	(67,625)	(89,847)	(107,102)	(110,100)	(123,115)
经营盈利	184,237	271,620	126,089	138,790	162,397
财务成本净额	(7,887)	(7,114)	(7,739)	(8,847)	(9,893)
分占联营公司及合营公司(亏损)/盈利	3,672	(16,444)	(10,740)	-	-
除税前盈利	180,022	248,062	107,610	129,943	152,504
所得税开支	(19,897)	(20,252)	(20,808)	(25,989)	(30,501)
年度盈利	160,125	227,810	86,801	103,954	122,003
少数股东权益	278	2,988	2,031	2,234	2,458
本公司权益持有人	159,847	224,822	84,770	101,720	119,546
以股份为基础的酬金	16,228	30,070	36,440	38,262	40,175
其他调整项	(53,333)	(131,104)	(6,057)	-	-
调整后净利润	122,742	123,788	115,153	139,982	159,721

现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
净利润	160,125	227,810	86,801	103,954	122,003
折旧	21,458	26,166	27,072	28,109	30,536
摊销	29,316	31,504	33,863	33,399	33,919
其他调整项	(44,203)	(111,185)	-	-	-
营运资金变动	27,423	891	1,152	7,288	5,545
经营现金流	194,119	175,186	148,888	172,751	192,003
固定资产	(34,070)	(29,111)	(29,444)	(33,660)	(37,639)
无形资产	(27,182)	(31,159)	(31,516)	(36,028)	(40,287)
其他投资现金流	(120,703)	(118,279)	-	-	-
投资现金流	(181,955)	(178,549)	(60,960)	(69,688)	(77,926)
借款净额	7,002	32,730	-	-	-
其他融资现金流	6,645	(11,110)	-	-	-
融资现金流	13,647	21,620	-	-	-
现金及现金等价物净流量	25,811	18,257	87,927	103,062	114,077
汇率变动影响	(6,004)	(3,089)	-	-	-
年初现金及现金等价物	132,991	152,798	167,966	255,893	358,956
年末现金及现金等价物	152,798	167,966	255,893	358,956	473,033

资产负债表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
现金及现金等价物	152,798	167,966	255,893	358,956	473,033
应收账款	44,981	49,331	49,896	57,040	63,782
存货	814	1,063	3,304	3,737	4,106
其他流动资产	119,054	266,452	266,452	266,452	266,452
流动资产合计	317,647	484,812	575,546	686,185	807,374
固定资产	59,843	61,914	64,287	69,838	76,941
无形资产	159,437	171,376	169,029	171,658	178,026
土地使用权	16,091	17,728	17,728	17,728	17,728
其他非流动资产	780,407	876,534	776,534	776,534	776,534
非流动资产合计	1,015,778	1,127,552	1,027,577	1,035,757	1,049,228
资产总计	1,333,425	1,612,364	1,603,123	1,721,942	1,856,602
短期借款	14,242	19,003	19,003	19,003	19,003
应付账款	94,030	109,470	113,428	128,293	140,949
其他流动负债	160,807	274,625	174,625	174,625	174,625
流动负债合计	269,079	403,098	307,056	321,921	334,577
长期借款	112,145	136,936	136,936	136,936	136,936
应付票据	122,057	145,590	145,590	145,590	145,590
其他非流动负债	52,101	50,047	50,047	50,047	50,047
非流动负债合计	286,303	332,573	332,573	332,573	332,573
负债总计	555,382	735,671	639,629	654,494	667,150
保留盈利	538,464	669,911	756,712	860,667	982,670
其他权益	165,520	136,388	136,388	136,388	136,388
本公司权益持有人应占权益	703,984	806,299	893,100	997,055	1,119,058
非控制性权益	74,059	70,394	70,394	70,394	70,394
权益总额	778,043	876,693	963,494	1,067,449	1,189,452

主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
盈利增长					
营业收入增速	27.8%	16.2%	1.1%	14.3%	11.8%
毛利增速	32.2%	11.0%	-2.0%	16.0%	14.4%
经营利润增速	55.2%	47.4%	-53.6%	10.1%	17.0%
净利润增速	67.0%	42.3%	-61.9%	19.8%	17.4%
调整后净利润增速	30.1%	0.9%	-7.0%	21.6%	14.1%
盈利能力比率					
毛利率	46.0%	43.9%	42.5%	43.1%	44.1%
经营利润率	38.2%	48.5%	22.3%	21.4%	22.4%
净利率	33.2%	40.7%	15.3%	16.1%	16.8%
调整后净利率	25.5%	22.1%	20.3%	21.6%	22.1%
每股指标(元)					
基本EPS	16.8	23.6	8.9	10.7	12.5
摊薄EPS	16.6	23.2	8.8	10.5	12.4
调整后EPS	12.7	12.8	11.9	14.5	16.5
每股指标增速					
基本EPS增速	70.9%	40.1%	-62.3%	20.0%	17.5%
摊薄EPS增速	71.8%	40.0%	-62.2%	20.0%	17.5%
调整后EPS增速	29.5%	0.4%	-6.8%	21.6%	14.1%
估值(倍)					
调整后目标P/E			30.9	25.4	22.3
目标P/S			6.2	5.4	4.8
目标P/B			5.5	5.4	5.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

图表 2: 腾讯财务预测对比

人民币百万	FY2022E			FY2023E			FY2024E		
	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	566,532	585,736	-3.3%	647,645	676,628	-4.3%	724,204	767,002	-5.6%
毛利润	240,999	246,578	-2.3%	279,451	291,251	-4.1%	319,686	336,935	-5.1%
经营利润	126,089	129,446	-2.6%	138,790	147,183	-5.7%	162,397	162,120	0.2%
净利润	84,770	94,768	-10.6%	101,720	114,709	-11.3%	119,546	126,017	-5.1%
调整后净利润	115,153	131,628	-12.5%	139,982	165,290	-15.3%	159,721	179,777	-11.2%

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)	FY23E		估值方法 (x)		估值
	收入	利润	P/E	P/S	
增值服务-游戏	231,547	69,464	22		1,528,208
增值服务-非游戏	91,992	18,398	15		275,976
金融科技及企业服务	222,454			5	1,112,271
网络广告	93,550	28,065	15		420,974
联营投资					186,620
市值(人民币 百万)					3,554,429
人民币/港币					0.86
市值(港元 百万)					4,133,057
股数(百万)					9,675
目标价(港元)					427

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 腾讯



资料来源: Bloomberg、浦银国际

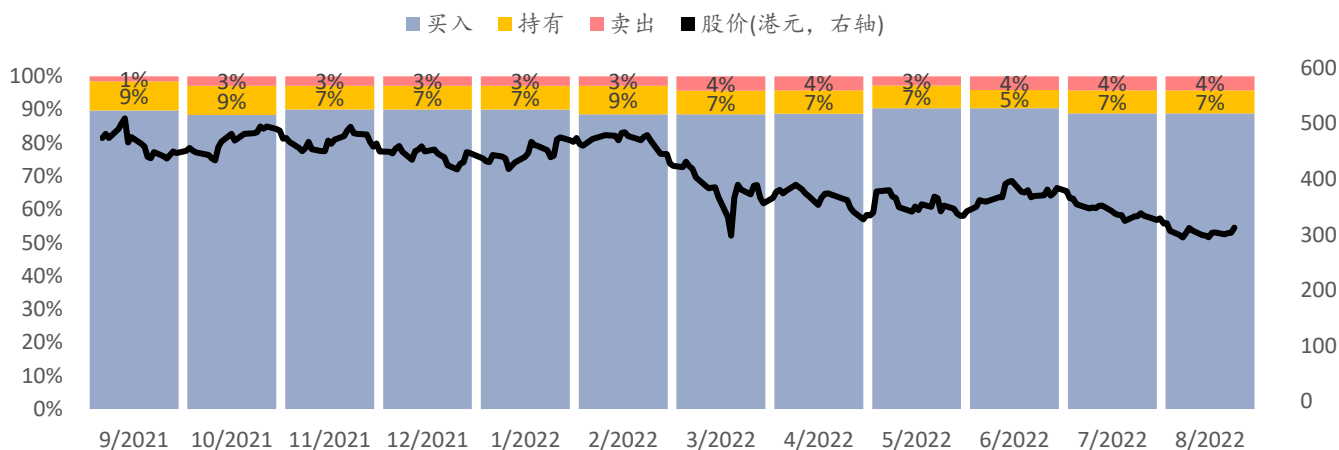
图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	312.60	买入	427.00	19/8/2022	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	88.25	买入	146.00	28/2/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	89.77	买入	150.00	28/2/2022	电商
3690 HK Equity	美团	171.10	买入	233.00	14/6/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	70.70	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	182.40	买入	259.00	14/6/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.84	买入	33.00	14/6/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	15.50	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.14	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.47	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	24.75	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友	20.88	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	16.34	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	5.92	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	72.49	买入	140.00	18/5/2022	电商、游戏

注：港股、A股港股截至8月18日收盘价；美股截至8月17日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

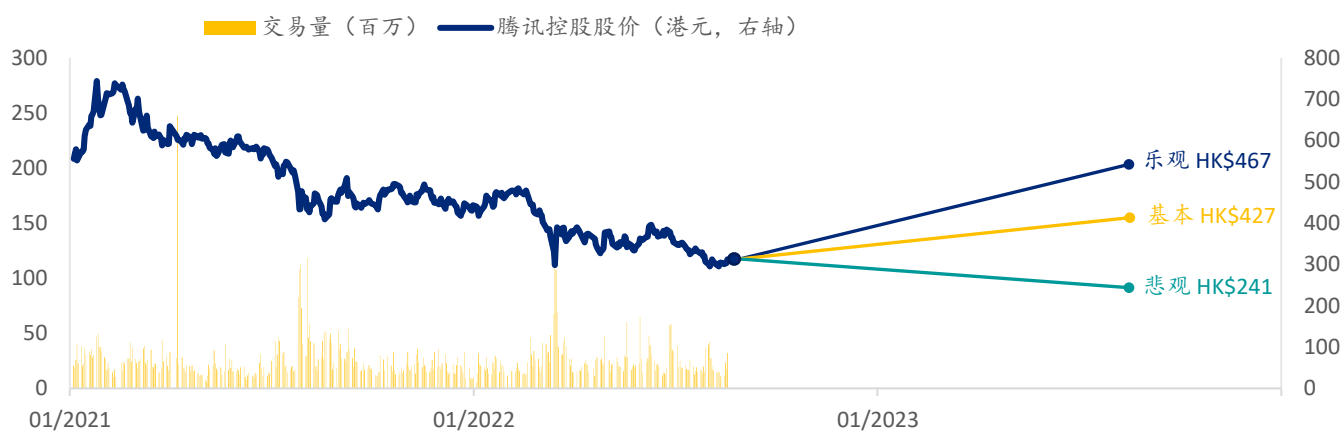
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 腾讯 (700.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 腾讯 (700.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入水平好于预期

目标价: 467 港元

概率: 15%

- 广告行业需求复苏好于预期以及视频号变现进程加速, 或推动 2023 年广告收入增速接近 25%;
- 游戏版号发放推动行业表现优于预期, 带动 2023 年游戏收入录得 15% 以上增长。

悲观情景: 公司收入水平不及预期

目标价: 241 港元

概率: 15%

- 若疫情反复持续影响广告主预算, 使得 2023 年广告收入增速低于 15%。

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: 损益表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
损益表					
收入	482,064	560,118	566,532	647,645	724,204
成本	(260,532)	(314,174)	(325,533)	(368,194)	(404,518)
毛利润	221,532	245,944	240,999	279,451	319,686
利息收入	6,957	6,650	7,258	8,298	9,278
其他收益净额	57,131	149,467	17,553	-	-
销售及市场推广开支	(33,758)	(40,594)	(32,620)	(38,859)	(43,452)
一般及行政开支	(67,625)	(89,847)	(107,102)	(110,100)	(123,115)
营业利润	184,237	271,620	126,089	138,790	162,397
财务成本净额	(7,887)	(7,114)	(7,739)	(8,847)	(9,893)
分占联营公司及合营公司(亏损)/盈利	3,672	(16,444)	(10,740)	-	-
税前利润	180,022	248,062	107,610	129,943	152,504
所得税开支	(19,897)	(20,252)	(20,808)	(25,989)	(30,501)
净利润	160,125	227,810	86,801	103,954	122,003
非控股权益	278	2,988	2,031	2,234	2,458
归属普通股股东净利润	159,847	224,822	84,770	101,720	119,546
非通用会计准则					
以股份为基础的酬金	16,228	30,070	36,440	38,262	40,175
其他调整项	(53,333)	(131,104)	(6,057)	-	-
调整后净利润	122,742	123,788	115,153	139,982	159,721

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 9: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
资产负债表					
现金及现金等价物	152,798	167,966	255,893	358,956	473,033
应收款项	44,981	49,331	49,896	57,040	63,782
存货	814	1,063	3,304	3,737	4,106
其他流动资产	119,054	266,452	266,452	266,452	266,452
流动资产合计	317,647	484,812	575,546	686,185	807,374
固定资产	59,843	61,914	64,287	69,838	76,941
无形资产	159,437	171,376	169,029	171,658	178,026
土地使用权	16,091	17,728	17,728	17,728	17,728
其他非流动资产	780,407	876,534	776,534	776,534	776,534
非流动资产合计	1,015,778	1,127,552	1,027,577	1,035,757	1,049,228
资产总计	1,333,425	1,612,364	1,603,123	1,721,942	1,856,602
短期借款	14,242	19,003	19,003	19,003	19,003
应付账款	94,030	109,470	113,428	128,293	140,949
其他流动负债	160,807	274,625	174,625	174,625	174,625
流动负债合计	269,079	403,098	307,056	321,921	334,577
长期借款	112,145	136,936	136,936	136,936	136,936
应付票据	122,057	145,590	145,590	145,590	145,590
其他非流动负债	52,101	50,047	50,047	50,047	50,047
非流动负债合计	286,303	332,573	332,573	332,573	332,573
负债总计	555,382	735,671	639,629	654,494	667,150
保留盈利	538,464	669,911	756,712	860,667	982,670
其他权益	165,520	136,388	136,388	136,388	136,388
本公司权益持有人应占权益	703,984	806,299	893,100	997,055	1,119,058
非控制性权益	74,059	70,394	70,394	70,394	70,394
权益总额	778,043	876,693	963,494	1,067,449	1,189,452
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	194,119	175,186	148,888	172,751	192,003
投资活动现金流量净额	(181,955)	(178,549)	(60,960)	(69,688)	(77,926)
融资活动所得现金流量净额	13,647	21,620	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	25,811	18,257	87,927	103,062	114,077
年初现金及现金等价物	132,991	152,798	167,966	255,893	358,956
汇率变动影响	(6,004)	(3,089)	-	-	-
年末现金及现金等价物	152,798	167,966	255,893	358,956	473,033

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何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。

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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

