



买入（维持）

所属行业：资讯科技业/软件服务
当前价格(港币)：590.50元

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

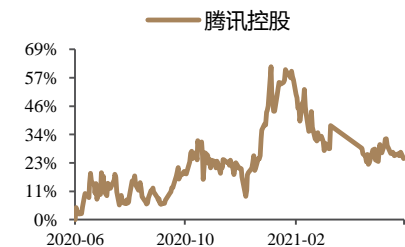
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

联系人

崔世峰

邮箱：cuishf@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.61	-3.01	1.00

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《腾讯控股(00700.HK) 21Q1 财报点评：金融科技及企业服务毛利率提升，加码投资展望未来》，2021.5.21
- 《腾讯控股(00700.HK)：深度解析腾讯金融科技》，2021.5.18

腾讯控股(00700.HK)：支付业务短期收入、毛利率承压，长期被商业支付流水占比提升所抵消

投资要点

- 事件：**6月18日，国务院常务会议指出，今年要继续发挥金融机构作用，采取6方面减费措施，其中包括：鼓励免收小微企业、个体工商户等支付账户提现手续费，将网络支付商户手续费降低10%，降低银行卡刷卡手续费等。我们对该政策可能带来的影响进行了分析：
- 新政若实行将直接作用于支付业务收入端。**支付业务中红包及转账不产生收入只负担成本，提现和商业支付手续费抽成是主要的收入贡献项目。新政将网络支付商户手续费降低10%，并且鼓励免收小微企业、个体工商户等支付账户提现手续费，将会直接降低支付业务收入。此外由于新政银行卡刷卡费用减低主要针对小微企业，因此并不会降低支付业务成本。
- 线上支付场景承压较大，大盘费率影响小于10%。**商业支付的手续费收入扣去服务商分成后，按净额法确认。而商业支付可以具体的分为线上和线下两种场景，在线下场景中服务商渗透率较高，线上场景则较低。由于服务商可能会承担一部分手续费下降，因此支付手续费降低10%会差异性的反映在线上和线下场景中，线上承压较大而线下较小。由于商业支付主要场景为线下，因此对商业支付整体大盘费率的影响是小于10%的。提现业务手续费收入分别来自于个人和商户，对于商户免征手续费会使收入承压。
- 支付业务短期毛利率承压，长期则会被商业支付流水占比提升带来的毛利率扩张所抵消。**由于支付业务的收入与流水相关，而流水中红包转账业务不产生收入（但这部分流水负担成本），收入完全来自于提现流水和商业支付流水，在单位流水对应的成本不变的情况下，短期而言，费率调整造成的收入损失将对毛利率产生冲击，而长期则会被商业支付在总流水中的占比提升带来的毛利率扩张抵消。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司2021-2023年实现营业收入5926/7168/8493亿元，同比增长22.9%/21.0%/18.5%；归母净利润1615/1954/2350亿元，同比增长1.1%/21.0%/20.3%，对应EPS 16.84/20.37/24.49元，对应PE 29.11x/24.07x/20.01x。我们维持对公司的“买入”评级。（汇率为0.83人民币/港元）
- 风险提示：**宏观经济增速下行风险；游戏变现能力和推出时间不及预期风险；云服务行业竞争加剧；政策监管趋严风险。

股票数据

总股本(百万股)：	9,595.21
流通股(百万股)：	9,595.21
52周内股价区间(港元)：	474.20-775.50
总市值(百万港元)：	5,665,969.51
总资产(百万港元)：	1,714,307.43
每股净资产(港元)：	93.94

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	377289	482064	592619	716783	849324
(+/-)YOY(%)	20.7%	27.8%	22.9%	21.0%	18.5%
净利润(百万元)	93310	159847	161539	195410	234992
(+/-)YOY(%)	18.5%	71.3%	1.1%	21.0%	20.3%
全面摊薄 EPS(元)	9.77	16.66	16.84	20.37	24.49
毛利率(%)	44.4%	46.0%	47.8%	48.3%	49.0%
净资产收益率(%)	21.6%	22.7%	18.7%	18.5%	18.2%

资料来源：公司年报(2019-2020)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	16.66	16.84	20.37	24.49
每股净资产	81.09	98.04	118.54	143.19
每股经营现金流	20.23	23.32	27.06	31.17
每股股利	1.60	1.71	2.11	2.59
价值评估(倍)				
P/E	29.42	29.11	24.07	20.01
P/B	6.04	5.00	4.13	3.42
P/S	9.75	7.94	6.56	5.54
EV/EBITDA	36.87	22.87	23.72	20.42
股息率%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.0%	47.8%	48.3%	49.0%
净利润率	33.2%	27.6%	27.6%	28.0%
净资产收益率	22.7%	18.7%	18.5%	18.2%
资产回报率	12.0%	10.2%	10.3%	10.4%
投资回报率	6.9%	11.1%	11.4%	11.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.8%	22.9%	21.0%	18.5%
EBIT 增长率	28.1%	98.8%	22.8%	20.5%
净利润增长率	71.3%	1.1%	21.0%	20.3%
偿债能力指标				
资产负债率	41.7%	40.8%	40.3%	39.1%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
现金比率	0.6	0.7	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	30.2	30.5	30.7	31.0
存货周转天数	1.1	1.0	1.0	1.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	8.3	9.5	12.2	14.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	159847	161539	195410	234992
少数股东损益	278	2039	2232	2395
非现金支出	50774	51680	49210	48854
非经营收益	-44203	-24866	-24383	-28231
营运资金变动	27423	33329	37213	41103
经营活动现金流	194119	223722	259681	299114
资产	-66599	-35557	-43007	-50959
投资	-108037	-204493	-249493	-274493
其他	-7319	38460	40553	47070
投资活动现金流	-181955	-201590	-251947	-278382
债权募资	38165	46840	56208	50588
股权募资	1716	0	0	0
其他	-26234	-13593	-16169	-18839
融资活动现金流	13647	33247	40039	31748
现金净流量	19807	54475	46869	51576

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为6月21日;汇率为0.83人民币/港元
 资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	482064	592619	716783	849324
营业成本	260532	309265	370518	433138
毛利率%	46.0%	47.8%	48.3%	49.0%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	33758	39607	47459	56951
营业费用率%	7.0%	6.7%	6.6%	6.7%
管理费用	67625	37042	45789	56029
管理费用率%	14.0%	6.3%	6.4%	6.6%
研发费用	38972	47109	57427	67972
研发费用率%	8.1%	7.9%	8.0%	8.0%
EBIT	79344	157762	193756	233401
财务费用	492	8392	9448	10642
财务费用率%	0.1%	1.4%	1.3%	1.3%
资产减值损失				
投资收益	-2970	-2970	-2970	-2970
营业利润	118316	157762	193756	233401
营业外收支	61706	30067	31105	36429
利润总额	180022	187830	224861	269829
EBITDA	130118	209443	242966	282254
所得税	19897	24251	27219	32441
有效所得税率%	11.1%	12.9%	12.1%	12.0%
少数股东损益	278	2039	2232	2395
归属母公司所有者净利润	159847	161539	195410	234992

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	152798	207273	254142	305718
应收账款及应收票据	44981	55282	66864	79228
存货	814	966	1158	1353
其它流动资产	119054	121734	134313	145884
流动资产合计	317647	385255	456477	532183
长期股权投资	305258	505258	750258	1020258
固定资产	64782	60208	57488	56412
在建工程				
无形资产	172366	160817	157334	160516
非流动资产合计	473372	477864	482357	486849
资产总计	1333425	1589402	1903914	2256219
短期借款	14242	14242	14242	14242
应付票据及应付账款	94030	103088	123506	144379
预收账款				
其它流动负债	160807	198211	239359	283719
流动负债合计	269079	315541	377107	442340
长期借款	234202	281042	337251	387839
其它长期负债	52101	52101	52101	52101
非流动负债合计	286303	333143	389352	439940
负债总计	555382	648684	766459	882280
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	703984	864619	1059125	1293214
少数股东权益	74059	76098	78330	80725
负债和所有者权益合计	1333425	1589402	1903914	2256219

信息披露

分析师与联系人简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

崔世峰，南京大学硕士，曾任职于东吴证券传媒互联网组，2019 及 2020 年新财富第二团队成员；曾任职于浙商基金权益投资部。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。