

【广发海外】腾讯控股 (00700.HK)

Q3 前瞻：广告和游戏增长承压，总体稳健

核心观点：

- **监管影响 3Q21 广告、游戏增长略承压，金融和云业务持续推进。** 监管的影响下，预计游戏和广告业务增速在 3Q21 将承受一定压力，(1) 游戏营收预计同增 8.3%，国内受排期影响，《金铲铲之战》贡献边际增量，海外受益于多区域发行增长快于国内。(2) 广告预计同增 10.1%，受教育和闪频广告治理的影响，社交和媒体广告都有负面影响，媒体广告受益于奥运会受影响程度应低于社交广告。(3) 社交网络预计同增 5.5%，订阅会员和 ARPU 驱动增长。(4) 金融和云收入同比增速预计为 31.9%，综上，预计 3Q21 总营收增长 14.6% 达到 1437 亿元人民币。
- **金融和企业服务占比持续提升，长期投入构建生态护城河，我们预计 3Q21 利润率增速相对平稳。** 相对低毛利的金融和云占比提升，三季度因奥运版权和剧集如《扫黑风暴》、《你是我的荣耀》等的密集排播，对广告毛利率带来一定压力，整体毛利率预计小幅下探至 44.8%。公司今年以来持续加大短视频、游戏和企业服务板块投入，体现为更多销售和人员相关的行政费用率的提升，预计经调整归母净利润增速在下半年将有所放缓，3Q21 经调整净利润为 328 亿元，同增 1%。
- **盈利预测与投资建议：短期监管对广告游戏业绩产生压力，但不影响公司在社交和游戏的构建的长期护城河，金融和企服增长仍较为稳健。** 因短期监管因素，我们调整 21~22 年收入至 5713 和 6710 亿元，经调整归母净利润为 1335 和 1667 亿元，同比增速为 8.7% 和 24.9%。以 21 年业绩基于 SOTP 合理价值对应 674 港元/股。维持买入评级。
- **风险提示：** 监管趋严、游戏版号审核趋严、受短视频挤压的风险。

盈利预测：

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	377,289	482,064	571,328	671,034	775,125
增长率 (%)	20.7%	27.8%	18.5%	17.5%	15.5%
EBITDA (百万元)	137,268	199,943	230,798	275,969	317,604
NonGAAP 归母净利 (百万元)	94,351	122,742	133,453	166,686	197,227
增长率 (%)	21.8%	30.1%	8.7%	24.9%	18.3%
NonGAAP EPS (元/股)	9.83	12.69	13.90	17.36	20.54
NonGAAP 市盈率 (P/E)	35.7	27.7	25.2	20.2	17.1
ROE (%)	22	28	24	22	20
EV/EBITDA	35.9	24.7	21.4	17.9	15.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	496.00 港元
合理价值	674.00 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-12

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

【广发传媒&海外】腾讯控股 2021-08-20
(00700.HK)：总体稳健增长，部分业务受监管因素承压

【广发传媒&海外】腾讯控股 2021-05-23
(00700.HK)：各项业务稳健增长，加大核心业务投入力度增强长期利润和市值空间

【广发海外】腾讯控股 2021-03-26
(00700.HK)：游戏+广告业务稳健增长，微信内容与商业生态持续迭代

联系人：

周喆 010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

一、腾讯分业务收入盈利预测

表1: 腾讯分业务预测表 (人民币亿元)

营业收入	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3E	2018	2019	2020	2021E
增值服务	650	698	670	724	720	748	1,766	2,000	2,642	2,941
网络游戏	383	414	391	436	430	449	1,040	1,147	1,561	1,757
PC 游戏	109	116	102	119	110	117			445	448
手游	360	392	367	415	408	420			1,466	1,671
社交网络	267	284	279	288	290	299	727	853	1,081	1,184
网络广告	186	214	247	218	228	235	581	684	823	925
社交及其他广告	153	178	204	185	195	197			680	782
媒体广告	33	36	43	33	33	38	183	155	143	143
金融科技及企业服务	299	333	385	390	419	438	731	1014	1,281	1,759
其他	15	10	35	20	15	16	48	76	75	88
合计	1,149	1,254	1,337	1,353	1,383	1,437	3,127	3,773	4,821	5,713
收入同比增速	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3E	2018	2019	2020	2021E
增值服务	35.2%	37.9%	28.0%	16.0%	10.8%	7.2%	14.7%	13.2%	32.1%	11.3%
网络游戏	40.2%	44.8%	29.1%	16.9%	12.3%	8.3%	6.2%	10.3%	36.1%	12.6%
PC 游戏	-6.7%	1.1%	-1.5%	0.9%	0.8%	0.2%	-8.2%	-6.4%	-6.0%	0.6%
手游	62.1%	61.2%	41.0%	19.4%	13.4%	7.3%	23.9%	20.5%	56.4%	14.0%
社交网络收入	28.6%	28.9%	26.7%	14.6%	8.6%	5.5%	29.5%	17.4%	26.8%	9.5%
网络广告	13.1%	16.3%	21.9%	23.2%	23.1%	10.1%	43.6%	17.7%	20.3%	12.5%
社交及其他广告	27.1%	20.6%	25.4%	26.8%	27.8%	10.9%	55.9%	33.0%	28.6%	15.0%
媒体广告	-25.2%	-1.4%	7.7%	5.7%	0.3%	6.1%	23.4%	-15.3%	-8.0%	0.5%
金融科技及企业服务	30.5%	24.3%	28.7%	47.4%	40.3%	31.9%		38.6%	26.4%	37.3%
其他	1.6%	-29.9%	6.8%	39.0%	3.7%	50.0%		56.6%	-0.9%	17.5%
合计	29.3%	29.0%	26.4%	25.2%	20.3%	14.6%	31.5%	20.7%	27.8%	18.5%
收入占比	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3E	2018	2019	2020	2021E
增值服务	56.6%	55.6%	50.1%	53.5%	52.1%	52.0%	56.5%	53.0%	54.8%	51.5%
网络游戏	33.3%	33.0%	29.3%	32.2%	31.1%	31.2%	33.3%	30.4%	32.4%	30.8%
PC 游戏	9.5%	9.3%	7.6%	8.8%	8.0%	8.1%	16.2%	12.6%	9.2%	7.8%
手游	31.3%	31.2%	27.5%	30.7%	29.5%	29.2%	24.9%	24.8%	30.4%	29.3%
社交网络收入	23.3%	22.6%	20.9%	21.3%	21.0%	20.8%	23.2%	22.6%	22.4%	20.7%
网络广告	16.1%	17.0%	18.4%	16.1%	16.5%	16.4%	18.6%	18.1%	17.1%	16.2%
社交及其他广告	13.3%	14.2%	15.3%	13.7%	14.1%	13.7%	12.7%	14.0%	14.1%	13.7%
媒体广告	2.9%	2.9%	3.2%	2.4%	2.4%	2.7%	5.9%	4.1%	3.0%	2.5%
金融科技及企业服务	26.0%	26.5%	28.8%	28.8%	30.3%	30.5%	23.4%	26.9%	26.6%	30.8%
其他	1.3%	0.8%	2.6%	1.5%	1.1%	1.1%	1.5%	2.0%	1.6%	1.5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3E	2018	2019	2020	2021E
互联网增值服务	53.7%	52.6%	51.5%	55.1%	52.9%	52.9%	58.1%	53.0%	54.1%	53.5%
网络广告	51.4%	50.9%	53.3%	45.1%	48.8%	45.0%	35.8%	49.0%	51.4%	46.8%
金融科技及企业服务	28.9%	27.9%	28.5%	32.3%	32.0%	32.4%	25.3%	27.2%	28.3%	32.4%
其他	8.5%	-19.3%	9.1%	14.6%	4.3%	4.4%	1.8%	7.8%	1.3%	6.7%
合计	46.3%	45.2%	44.0%	46.3%	45.4%	44.8%	45.5%	44.4%	46.0%	45.2%
GAAP EPS	3.45	4.02	6.11	4.92	4.39	4.46	8.20	9.73	16.52	18.66
NonGAAP EPS	3.14	3.37	3.41	3.42	3.51	3.41	8.07	9.83	12.69	13.90

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

基于2021年业绩预期调整, 我们更新SOTP估值法, (1) 核心业务合理价值为5.35 万亿港元 (558港元/股), 参考可比公司, 海外PC游戏公司普遍市盈率不低于15倍, 移动游戏参考主要竞对网易为28倍市盈率, 考虑腾讯PC游戏增幅缓慢, 腾讯移动游

戏参考网易，我们给予腾讯2021年PC游戏、移动游戏15倍、24倍市盈率，对应合理价值为3550亿港元（37港元/股）、2万亿港元（216港元/股）；广告业务可比公司，社交型广告公司市盈率不低于15倍，媒体广告公司市盈率倍数不低于10倍，据此，我们给予腾讯社交广告、媒体广告（不含腾讯视频）对应2021年15倍、10倍市盈率，对应合理价值为5629亿港元（59港元/股）、151亿港元（2港元/股）；数字内容业务，腾讯视频参考我们给予爱奇艺~4倍市销率对应合理价值为1402亿港元（15港元/股），腾讯音乐、阅文集团和虎牙等控股公司参考最新市值和腾讯持股比例对应的价值分别为560亿港元（6港元/股）、344亿港元（4港元/股）和92亿港元（1港元/股）。企业和金融服务，我们参考Paypal、金山云、亚马逊等公司的市销率倍数（4-22倍），给予10倍市销率估值，对应价值为2万亿港元（220港元/股），综上，核心业务的总价值为5.35万亿港元。

（2）按当前时点估算，腾讯的一级市场和二级市场投资公司的持股价值考虑80%折让对腾讯的合理价值贡献为1.12万亿港元（117港元/股）。

加总（1）核心业务5.35万亿港元价值+（2）投资业务1.12万亿港元，公司总价值为6.47万亿港元，折合每股合理价值674港元/股，维持买入评级。

表 2：腾讯 SOTP 估值

分业务	收入 (亿元 人民币)		净利润 (亿元 人民币)		PE	PS	各业务估值 (亿元人民币)	各业务估值 (亿港元)	子公司市值 (亿港元)	持股比例	对应每股价值 (港元)
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2021E					
游戏	2,119	2,370	916	1,024							
PC 游戏	448	448	197	197	15		2,958	3,550			37
移动游戏	1,671	1,922	719	826	24		17,246	20,695			216
广告	830	949	325	373							
社交广告	782	899	313	360	15		4,691	5,629			59
媒体广告	48	50	13	13	10		126	151			2
数字内容											
腾讯视频	292	336				4	1,168	1,402			15
腾讯音乐							467	560	1,007	56%	6
阅文集团							287	344	582	59%	4
虎牙							77	92	174	53%	1
金融和企业服务	1,759	2,279				10	17,591	21,109			220
核心业务估值汇总							44,611	53,533			558
二级市场								10,016			104
一级市场								1,188			12
投资业务估值汇总							9,336	11,203			117
总估值							53,947	64,737			674

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

二、风险提示

- 1. 监管趋严的风险。**如果监管信息安全，用户隐私，长视频、短视频、直播等内容平台的内容审核进一步趋于严格，则会影响平台内容供应和用户活跃，进而对收入增长产生负面影响。
- 2. 游戏版号审核趋严的风险。**如果游戏版号审核趋严，则会影响新游戏上线时间，导致游戏上线推迟，对游戏收入增速带来负面影响。
- 3. 受短视频挤压的风险。**如果短视频用户数、时长进一步显著提升，则会影响用户对腾讯系部分产品的消费时长，影响腾讯系产品占互联网用户的时长，可能挤压腾讯的广告市场占有率。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	253,968	248,696	274,815	288,658	274,824	经营活动现金流	148,590	213,307	234,882	272,095	319,308
货币资金	132,991	124,789	127,481	116,245	75,510	净利润	93,310	159,847	179,124	205,262	228,183
应收及预付	63,679	60,444	72,114	84,072	97,269	折旧摊销	44,577	79,794	103,705	118,870	129,568
存货	718	261	313	362	420	营运资金变动	19,095	28,666	25,556	22,828	29,472
其他流动资产	56,580	63,203	74,906	87,979	101,626	其它	(8,392)	(55,000)	(73,503)	(74,865)	(67,915)
非流动资产	700,018	909,340	1,120,762	1,369,891	1,678,446	投资活动现金流	(116,170)	(278,360)	(310,758)	(362,754)	(436,549)
长期股权投资	221,894	299,557	389,424	506,251	658,127	资本支出	(32,369)	(134,647)	(141,429)	(147,152)	(161,867)
固定资产	46,824	62,919	79,201	94,657	109,808	投资变动	(83,801)	(143,713)	(169,328)	(215,602)	(274,682)
在建工程	3,935	3,935	3,935	3,935	3,935	其他	0	0	0	0	0
无形资产	128,860	167,617	189,060	201,886	219,035	筹资活动现金流	1,672	56,851	78,568	79,423	76,506
其他长期资产	298,505	375,311	459,143	563,162	687,542	银行借款	(65,027)	12,279	22,131	22,131	22,131
资产总计	953,986	1,158,036	1,395,577	1,658,549	1,953,270	股权融资	24,205	0	0	0	0
流动负债	240,156	269,010	317,993	365,900	422,273	其他	42,494	44,572	56,437	57,292	54,375
短期借款	22,695	12,843	12,843	12,843	12,843	现金净增加额	34,092	(8,202)	2,693	(11,236)	(40,735)
应付及预收	80,690	100,223	120,513	139,272	161,438	期初现金余额	97,814	132,991	124,789	127,481	116,245
其他流动负债	136,771	155,944	184,637	213,785	247,992	外币汇率变动影响净额	1,085	0	0	0	0
非流动负债	225,006	256,061	278,899	301,771	324,681						
长期借款	104,257	126,388	148,519	170,650	192,781						
应付债券	83,327	91,660	91,660	91,660	91,660						
其他非流动负债	37,422	38,014	38,720	39,461	40,240						
负债合计	465,162	525,071	596,891	667,671	746,954						
股本	-	-	-	-	-						
资本公积	48,055	48,055	48,055	48,055	48,055						
留存收益	384,651	528,513	691,652	880,930	1,093,128						
归属母公司股东权益	432,706	576,568	739,707	928,985	1,141,183						
少数股东权益	56,118	56,396	58,979	61,893	65,133						
负债和股东权益	953,986	1,158,036	1,395,577	1,658,549	1,953,270						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	377,289	482,064	571,328	671,034	775,125
营业成本	209,756	260,532	313,276	362,042	419,663
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	21,396	33,758	40,544	45,630	51,158
管理费用	53,446	67,625	90,415	106,263	116,269
研发费用					
财务费用	7,613	7,887	7,479	9,723	12,640
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	19,689	57,131	81,810	81,800	81,800
投资净收益	(1,681)	3,672	(1,909)	1,200	1,200
营业利润	118,694	184,237	215,407	245,899	276,836
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	109,400	180,022	206,018	238,099	268,036
所得税	13,512	19,897	24,312	29,288	34,311
净利润	95,888	160,125	181,706	208,810	233,725
少数股东损益	2,578	278	2,583	2,923	3,272
归属母公司净利润	93,310	159,847	179,124	205,887	230,453
NonGAAP 归母净利	94,351	122,742	133,453	166,686	197,227
Non GAAP EPS (元)	9.83	12.69	13.90	17.36	20.54

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力(%)					
营业收入增长	21%	28%	19%	17%	16%
营业利润增长	22%	55%	17%	14%	13%
归属母公司净利润增	22%	30%	9%	25%	18%
获利能力(%)					
毛利率	44%	46%	45%	46%	46%
净利率	25%	33%	31%	31%	29%
ROE	22%	28%	24%	22%	20%
ROIC	17%	21%	20%	19%	17%
偿债能力					
资产负债率(%)	48.8%	45.3%	42.8%	40.3%	38.2%
净负债比率	13.3%	12.0%	11.6%	11.1%	10.5%
流动比率	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
速动比率	1.1	0.9	0.9	0.8	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	11.7	14.1	16.0	15.9	15.8
存货周转率	4.0	2.0	3.0	4.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(经调整)	9.83	12.69	13.90	17.36	20.54
每股经营现金流	15.48	22.22	24.47	28.34	33.26
每股净资产	45.07	60.06	77.05	96.77	118.87
估值比率					
P/E	35.7	27.7	25.2	20.2	17.1
P/B	10.7	8.1	6.3	5.0	4.1
EV/EBITDA	35.9	24.7	21.4	17.9	15.5

广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周 喆 喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 杨 琳 琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。