

互联网 | 公司研究
2022年7月19日

买入
维持评级

市场数据：2022年7月18日

收盘价 (港币)	332.60
恒生中国企业指数	7168.89
52周最高/最低价 (港币)	560.00/297.00
H股市值 (亿港元)	32025
流通H股 (百万股)	9629
汇率 (港币/人民币)	0.86

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤
A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉
A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com

联系人

林起贤
(+86) 21 2329 7818
linqx@swsresearch.com

2Q22 前瞻：Q2 基本面筑底，下半年开启改善

腾讯控股 (00700:HK)

我们预计腾讯控股 2Q22 实现收入 1300 亿元，yoy-6% (1Q22 同比持平)，qoq-4%；Non-IFRS 归母净利润 261 亿元，yoy-23% (1Q22 yoy-23%)，qoq+2%。2Q22 受疫情等影响，广告、线下支付、云等预计环比继续下滑；但公司积极推进降本增效措施，2Q22 利润率环比改善。我们预计基本面拐点有望在 Q3 到来，重点关注游戏新品、视频号广告节奏。

国内手游 Q2 筑底，22H2 业绩改善确定性强。我们预计 PC 游戏 2Q22 收入为 108 亿元，yoy-2%；整体手游收入 (包含社交网络分类下手游收入) 为 401 亿元，yoy-2%。Q2 压力大于 Q1，主要由于 Q2 无头部新品上线，且老游持续受未成年防沉迷影响，高基数下增长有所承压。展望 22H2，一方面未成年防沉迷影响消化、基数下移，增长压力相对减少；另一方面，核心老产品加强货币化，后续产品包括《暗区突围》(已上线)《黎明觉醒》《阿凡达：重返潘多拉》等储备，潜在弹性可期。

广告 Q2 持续承压，6 月起景气度有所回升，中期关注视频号进度；社交网络平稳。我们预计 2Q22 广告业务收入为 157 亿元，yoy-31%，其中媒体广告收入 yoy-35%，社交广告收入 yoy-30%，主要受疫情等影响。下半年改善确定性较高：1) 前期部分行业广告主受监管影响减少投放，但其中游戏行业随版号下发逐渐恢复投放；2) 电商物流逐渐恢复，消费相关投放预计环比上半年改善；另外关注视频号广告商业化节奏，上线后将贡献业务增量。我们预计腾讯 2Q22 社交网络非游戏收入为 208 亿元，同比环比略有增长，腾讯视频项目丰富，6 月上线爆款独播剧《梦华录》，阅文、TME 等其他业务表现平稳。

云业务短期降速，金融关注监管变化。我们预计腾讯 2Q22 金融科技与企业服务收入为 409 亿元，yoy-2%，qoq-4%。云业务受疫情 (影响项目获取和交付)、战略调整影响 (主动减少亏损项目)，短期收入增速下滑，但利润率已改善。中长期关注企业微信等企业服务货币化。金融业务方面，Q2 疫情影响线下交易，预计下半年逐渐恢复，后续仍需关注监管政策变化。

降本增效下利润率改善仍需时日。Non-IFRS 净利率环比提升 1.2pct 至 20%，但离以往较好水平 (25%左右) 仍有较大距离。预计下半年费用控制将更为明显，利润率有望继续回升。

维持买入评级。我们维持 22-24 年 Non-IFRS 归母净利润预测为 1187/1480/1735 亿元；维持各业务盈利预测及估值水平，投资公司市值、汇率、总股本有调整，目标价从 481 港币调整至 477 港币，(对应 22 年 PE 为 33x)，基于 43% 的上升空间，我们维持买入评级。

风险提示：互联网金融监管变化、游戏监管变化、互联互通影响。

财务数据及盈利预测

人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	482,064	560,118	565,280	666,419	753,033
同比增长率 (%)	27.8	16.2	0.9	17.9	13.0
Non-IFRS 归母净利润 (百万元)	122,742	123,788	118,660	148,018	173,500
同比增长率 (%)	30.1	0.9	-4.1	24.7	17.2
Non-IFRS 每股收益 (元)	12.93	12.99	12.32	15.37	18.02
净资产收益率 (%)	20.58	25.99	16.95	14.11	13.86
市盈率 (倍)	22.44	22.25	23.21	18.61	15.87
市净率 (倍)	3.54	3.14	2.68	2.34	2.04

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的 Non-IFRS 净利润除以总股本

表 1：腾讯分业务收入预测（百万元）

	2020A	2021A	1Q22A	2Q22E	2022E	2023E	2024E
网络游戏	156,108	174,263	43,607	42,594	177,888	204,190	224,566
手游	111,570	129,063	31,507	31,818	132,511	158,812	177,118
PC 游戏	44,538	45,200	12,100	10,776	45,376	45,378	47,448
社交网络	108,111	117,258	29,131	29,147	120,016	134,444	145,485
网络广告	82,271	88,666	17,988	15,727	79,831	90,297	102,557
媒体广告	14,292	13,317	2,298	2,135	10,099	10,046	10,268
社交广告	67,979	75,349	15,690	13,592	69,732	80,252	92,289
其他	135,581	179,880	44,745	42,505	187,545	237,488	280,425
金融科技及企业服务	128,086	172,195	42,768	40,907	179,611	229,158	271,678
其他	7,495	7,685	1,977	1,597	7,934	8,330	8,747
营业收入	482,064	560,118	135,471	129,973	565,280	666,419	753,033

资料来源：腾讯财报，申万宏源研究

注：网络游戏-手游收入包括社交网络口径手游收入

表 2：腾讯分业务 YoY 增速预测（%）

	2020A	2021A	1Q22A	2Q22E	2022E	2023E	2024E
网络游戏	36%	12%	0%	-1%	2%	15%	10%
手游	66%	16%	-1%	-2%	3%	20%	12%
PC 游戏	-6%	1%	2%	-2%	0%	0%	5%
社交网络	27%	8%	1%	0%	2%	12%	8%
网络广告	20%	8%	-18%	-31%	-10%	13%	14%
媒体广告	-8%	-7%	-30%	-35%	-24%	-1%	2%
社交广告	29%	11%	-15%	-30%	-7%	15%	15%
其他	24%	33%	9%	-2%	4%	27%	18%
金融科技及企业服务	26%	34%	10%	-2%	4%	28%	19%
其他	-1%	3%	-2%	5%	3%	5%	5%
营业收入	28%	16%	0%	-6%	1%	18%	13%

资料来源：腾讯财报，申万宏源研究

注：网络游戏-手游收入包括社交网络口径手游收入

表 3：腾讯利润预测（百万元，%）

	2020A	2021A	1Q22A	2Q22E	2022E	2023E	2024E
毛利润-IFRS（百万元）	221,532	245,944	57,074	55,854	241,873	286,611	320,629
YoY	32%	11%	-9%	-11%	-2%	18%	12%
毛利率-IFRS	46%	44%	42%	43.0%	42.8%	43.0%	42.6%
营业利润-IFRS（百万元）	184,237	271,620	37,217	58,301	234,820	225,820	249,425
YoY	55%	47%	-34%	11%	-14%	-4%	10%
营业利润率-IFRS	38%	48%	27%	44.9%	41.5%	33.9%	33.1%
归母净利润-IFRS（百万元）	159,847	224,822	23,413	42,656	172,147	164,182	184,818
YoY	71%	41%	-51%	0%	-23%	-5%	13%
归母净利润率-IFRS	33%	40%	17%	32.8%	30.5%	24.6%	24.5%
归母净利润-Non-IFRS（百万元）	122,742	123,788	25,545	26,084	118,660	148,018	173,500
YoY	30%	1%	-23%	-23%	-4%	25%	17%
归母净利润率-Non-IFRS	25%	22%	19%	20%	21%	22%	23%

资料来源：腾讯财报，申万宏源研究

表 4：腾讯 SOTP 估值

	收入 2022E	利润 2022E (百万元)	估值方式	对应市值 (百万元)	对应股价 (港元)
端游	45,376	19,966	15x PE	299,484	36
手游	167,552	60,319	30x PE	1,809,563	219
非游戏增值业务	84,975	2,895	20x PE	57,901	7
广告业务	79,831	15,966	25x PE	399,153	48
云业务	34,330		8x PS	274,637	33
金融业务	145,282		5x PS	726,409	88
投资				379,826	46
合计				3,946,974	477

资料来源：腾讯财报，申万宏源研究

注：使用汇率 HK\$1 = Rmb0.86

风险提示

互联网金融监管变化或影响业绩预期及估值水平。2020 年下半年以来，银保监会先后对小贷公司和小贷业务出台了监督管理办法，出台了支付新规；或对腾讯金融科技现有业务或新业务拓展造成影响。

游戏监管变化或影响业绩预期及估值水平。游戏未成年防沉迷政策 21 年 8 月底已落地，对基本面影响有限。市场仍关注版号发放等其他监管政策边际变化。游戏为腾讯利润贡献核心业务，短期看新品上线进度，中长期看出海，监管政策变化将极大程度影响业绩预期及估值水平。

互联互通影响仍需具体细则落地评估。互联互通后，互联网公司在流量入口上趋于机会均等，竞争的核心从流量入口转向包括供应商（内容创作者、商户等）运营、算法等多维度，甚至电商还包括重资产的供应链、履约能力比拼。解封后若微信链接直接跳转 app，则对微信流量边际减少，如果解封后直接跳转各 app 的微信小程序则进一步强化微信流量中心的地位，尚不明确。

附录 – 财务报表

利润表

人民币百万元	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
收入	482,064	560,118	565,280	666,419	753,033
收入成本	-260,532	-314,174	-323,407	-379,808	-432,403
毛利	221,532	245,944	241,873	286,611	320,629
其他收益净额	57,131	149,467	132,080	98,408	101,378
销售及市场推广开支	-33,758	-40,594	-33,433	-46,649	-52,712
一般及行政开支	-67,625	-89,847	-112,431	-119,955	-128,016
其他开支	3,672	-16,444	-26,818	-24,136	-21,723
EBITDA	170,680	173,173	174,558	211,863	139,901
EBIT	187,909	255,176	208,002	201,684	227,702
财务成本净额	-7,887	-7,114	-7,452	-10,413	-12,390
除税前盈利	180,022	248,062	200,550	191,270	215,312
所得税开支	-19,897	-20,252	-26,072	-24,865	-27,991
期内盈利	160,125	227,810	174,479	166,405	187,321
非控制性权益	37,383	104,022	55,818	18,387	13,821
归母盈利	122,742	123,788	118,660	148,018	173,500

资料来源：公司数据，申万宏源研究

现金流量表

人民币百万元	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
除税前盈利	180,022	248,062	200,550	191,270	215,312
加：折旧及摊销	50,774	57,670	78,549	91,857	107,623
财务成本	-7,887	-7,114	-7,452	-10,413	-12,390
投资净收益	-3,672	16,444	0	0	0
营运资本变动	27,423	891	20,197	20,982	16,441
其他	-52,541	-140,767	-21,351	-17,857	-19,746
经营活动所得现金流量净额	194,119	175,186	270,493	275,839	307,240
资本开支	-81,681	-83,918	-85,494	-89,707	-105,735
其他	-100,274	-94,631	3,830	7,489	8,500
投资活动耗用现金流量净额	-181,955	-178,549	-81,664	-82,218	-97,234
股权融资	451	-3,117	0	0	0
债务净变化	44,490	59,790	57,085	61,085	65,086
股利及利息支出	-11,418	-13,906	-27,261	-21,349	-20,776
其他	-19,876	-21,147	-2,332	-2,224	-2,503
融资活动所得现金流量净额	13,647	21,620	27,493	37,512	41,807
现金流量净额	25,811	18,257	216,323	231,133	251,812

资料来源：公司数据，申万宏源研究

资产负债表

人民币百万元	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
流动资产	317,647	484,812	681,456	929,642	1,196,069
现金及现金等价物	152,798	167,966	384,289	615,421	867,233
应收款项	86,116	115,784	96,105	113,159	127,774
定期存款	71,007	86,289	86,289	86,289	86,289
其他流动资产	,	,	,	,	,

物业、设备及器材	59,843	61,914	56,659	50,234	42,013
无形资产	486,308	518,732	537,363	544,968	554,664
其他非流动资产	469,627	546,906	546,118	551,296	555,192
资产总额	1,333,425	1,612,364	1,821,596	2,076,140	2,347,938
流动负债	269,079	403,098	414,318	470,780	523,383
借款	14,242	19,003	27,764	40,525	57,286
应付款项	54,308	60,582	61,140	72,079	81,448
其他流动负债	200,529	323,513	325,414	358,175	384,650
非流动负债	286,303	332,573	378,168	426,005	473,440
负债总额	555,382	735,671	792,487	896,785	996,823
非控制性权益	74,059	70,394	71,394	72,394	73,394
本公司权益持有人应占权益	703,984	806,299	957,716	1,106,961	1,277,721
权益总额	778,043	876,693	1,029,110	1,179,355	1,351,115
负债及权益总额	1,333,425	1,612,364	1,821,596	2,076,140	2,347,938

资料来源：公司数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。