

# 公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

## 腾讯 (700 HK)

### 公司或进行重大投资减持

- 据媒体报道, 腾讯计划在今年内全部或部分出售其持有的17%的美团(3690 HK) 股权
- 该消息未经证实, 如果为真, 将符合腾讯先前一系列的减持动作, 管理层强调的投资战略方向, 以及监管方向
- 维持对腾讯长期看好观点; 维持增持评级

### 有媒体报道腾讯或将减持美团

据媒体报道, 腾讯将在今年内全部或部分出售其持有的17%的美团股权(约240亿美元), 出售计划将视市场情况而定(链接)。美团股价随之下跌9%。该媒体消息尚未经过证实。我们认为, 如果腾讯确定出售其持有的美团股权, 将符合公司先前一系列的减持动作, 管理层强调的投资战略方向, 以及严禁“横向垄断”的监管方向。自去年开始, 腾讯已经减持了部分上市公司, 包含京东(JD US)、新东方在线(1797 HK)、中金公司(601995 SH)及SEA(SE US)等, 同时管理层强调“投资发展期的成长型企业一直是腾讯投资的主要战略方向, 并将在适当情况下退出投资成熟期的公司”。

### 对美团或腾讯的潜在影响

考虑到腾讯所持有的美团股权比例较大, 我们认为腾讯有可能以派发特别股息的形式减持, 这与先前减持京东的方式一致。另外, 引入其他战略投资者也是有可能的, 但同时我们认为直接在公开市场上出售的可能性较低。腾讯目前所持有的美团的股权价值约占腾讯当前市值的6%。参考京东与腾讯的为期三年的战略合作协议得以续签(参考我们之前的报告), 我们认为对于美团而言或也将会是类似的安排, 这有助于减轻市场对于美团基本面受到负面影响的担忧。基于QuestMobile数据, 2022年5月美团约83%的流量来自于其主APP, 约34%的流量来自于微信小程序, 这些数据与京东类似。此外, 我们也注意到腾讯于3月底派发了其持有的15%的京东股权的股息, 随后其股东Naspers出售了其获得的约37亿美元的京东股权, 我们认为这些减持行为总体而言对于京东二季度的股价表现影响不大。

### 投资者应关注未来进一步的重大减持

考虑到近期减持美团的传言以及先前的减持动作, 投资者应关注腾讯未来持续对其他主要投资的减持, 例如拼多多(PDD US)、快手(1024 HK)、B站(BILI US)等。我们维持对腾讯长期看好的观点, 期待22财年二季度业绩, 以及22年下半年广告及游戏业务低谷回升的前景。维持增持评级及507港元目标价不变。**主要风险:** 1) 竞争; 2) 监管; 3) 消费。

### 盈利预测及估值

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	482,064	560,118	573,338	676,980	790,653
增长	28%	16%	2%	18%	17%
非IFRS 归属于股东的净利润	122,742	123,788	107,626	145,591	181,906
增长	30%	1%	-13%	35%	25%
非IFRS 摊薄每股盈利(港元)	14.8	15.5	13.4	18.0	22.3
市盈率(倍)	20.5	19.5	22.6	16.9	13.6
ROE	27%	28%	12%	14%	15%

注: 截至2022年8月16日的收盘价(香港市场); 资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

张嘉仪

+852 3189 6176

kaiazhang@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

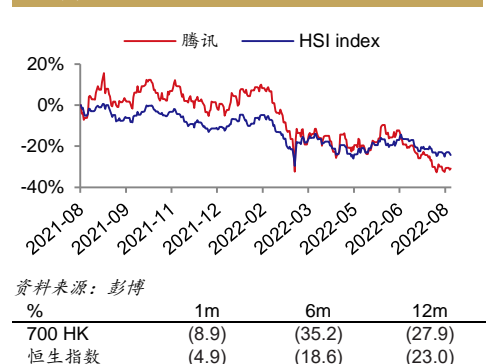
## 最新变动

公司情况更新

### 增持

前次评级	增持
股价(2022年8月16日)	303.0港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	507港元(+67%)
前次目标价	507港元

### 股价表现



### 行业: TMT

恒生指数(2022年8月16日)	19,831
MSCI中国指数(2022年8月15日)	66

### 重要数据

52周股价区间(港元)	288 - 513
市值(十亿港元)	2,914.3
日均成交量(百万股)	18.58
22财年非IFRS摊薄每股收益(港元)	13.4

### 主要股东

Naspers Ltd	28.9%
马化腾	8.4%
总股数(百万股)	9,612
自由流通股	62.7%

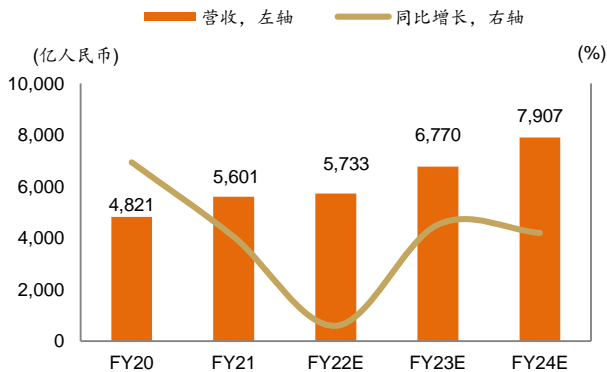
资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部

### 相关报告

1. 腾讯(700 HK)-广告业务受创, 但一季度环比表现平稳(增持)(2022/5/19)
2. 腾讯(700 HK)-迎接变化, 敦行致远(增持)(2022/3/24)
3. 腾讯(700 HK)-四季度将面对更强劲的逆风(增持)(2022/1/28)

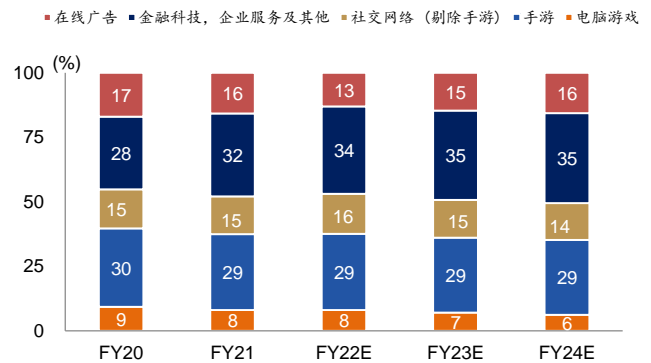
重点图表

图1: 总收入



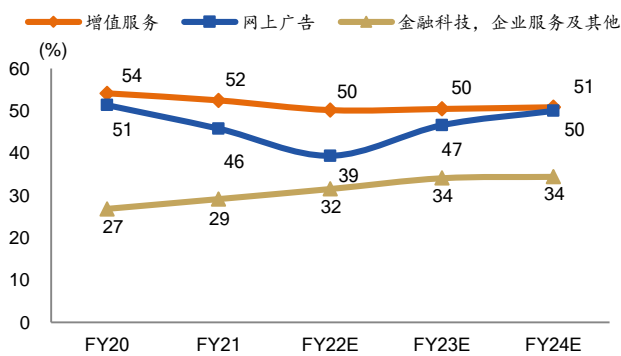
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 收入结构



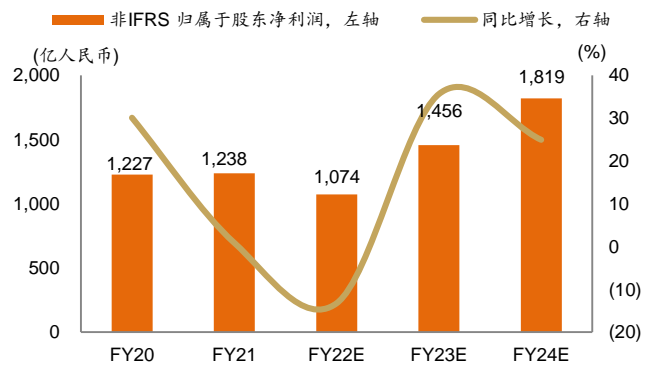
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 各项业务的毛利率



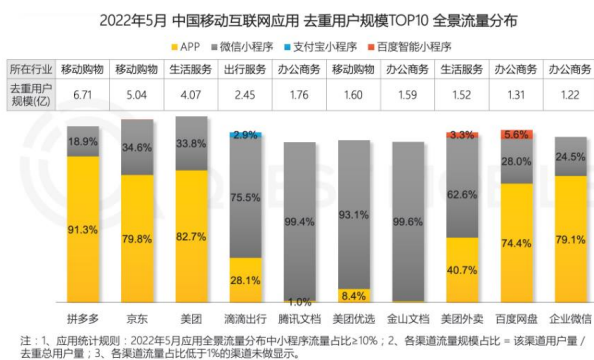
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: 非IFRS归属于股东的净利润



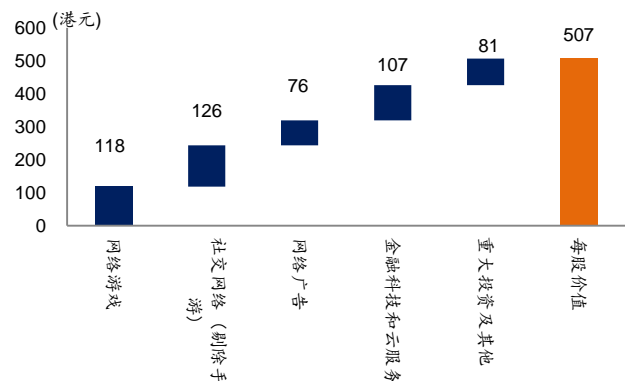
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: 约83%的流量来自美国主APP



资料来源: 公司、QuestMobile、招商证券(香港)

图6: SOTP估值



资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图7：腾讯前期减持的重点投资

主要投资减持						
公司	股票代码	日期	减持前持股比例	减持后持股比例	减持金额	减持方式
京东	JD US	2021.12	17.0%	2.3%	1,080 亿元人民币	特别股票股息
中金	601995 CH	4Q21	4.5%	nil	120 亿元人民币	直接出售
SEA	SE US	2022.1	21.3%	18.7%	185 亿元人民币	直接出售
新东方在线	1797 HK	2022.6	9.0%	1.6%	6 亿元人民币	直接出售
美团	3690 HK	2022.8(未证实)	17.2%	待公布	1,650 亿元人民币 (所有持股)	待公布

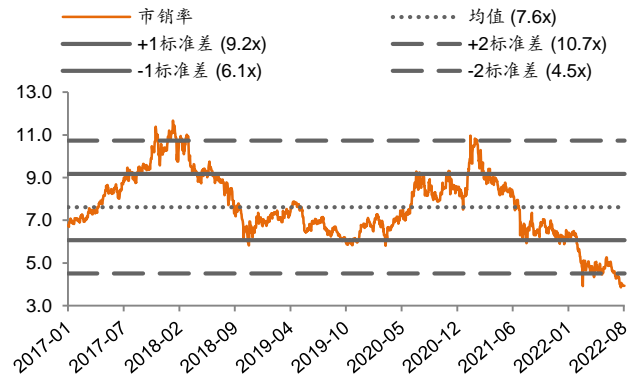
来源：公司、WIND、彭博、招商证券（香港）

图8：腾讯市盈率区间



资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图9：腾讯市销率区间



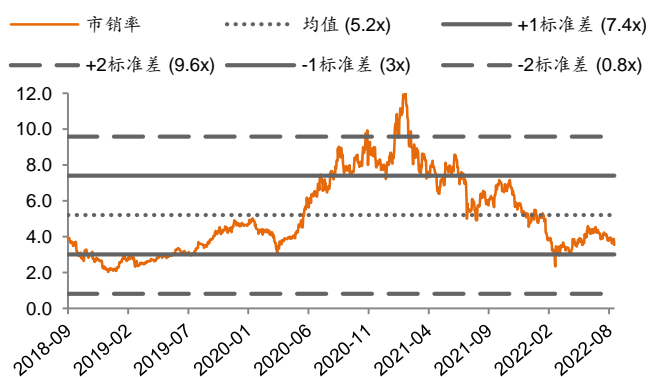
资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图10：美团市净率区间



资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图11：美团市销率区间



资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图 12: 腾讯分部加总 (SOTP) 估值表

	估值基础	估值指标	估值倍数			占总价值的比例			估值		
			乐观	基本	乐观	乐观	基本	乐观	乐观	基本	乐观
<b>核心业务</b>											
在线游戏	FY23E EV/EBITDA	EBITDA RMB 83bn	10.8	12.0	13.2	22.8%	23.2%	23.5%	RMB mn	RMB mn	RMB mn
增值服务(不包括手游)	FY23E EV/EBITDA	EBITDA RMB 59bn	16.2	18.0	19.8	24.4%	24.8%	25.2%	958,943	1,065,492	1,172,042
在线广告	FY23E EV/EBITDA	EBITDA RMB 43bn	13.5	15.0	16.5	14.7%	14.9%	15.2%	576,833	640,925	705,018
金融科技和云服务	FY23E EV/EBITDA	EBITDA RMB 50bn	16.2	18.0	19.8	20.7%	21.1%	21.4%	813,697	904,108	994,519
<b>合计 (A)</b>									<b>3,245,393</b>	<b>3,605,992</b>	<b>3,966,591</b>
<b>投资公司</b>											
<b>上市公司</b>											
	市值 (十亿美元)	股权占比	股权价值 (百万人民币)		市值 (十亿美元)	股权占比	股权价值 (百万人民币)				
<b>重点公司</b>				<b>软件</b>							
美团 (3690 HK)	122.5	16.7%	138,055	金蝶软件 (3888 HK)	4.7	7.8%	2,473				
拼多多 (PDD US)	61.9	15.8%	66,169	东华软件 (002065 CH)	3.6	5.0%	1,236				
快手 (1024 HK)	43.7	12.2%	35,920	博思软件 (300525 CH)	1.3	8.3%	721				
滴滴出行 (DIDI US)	51.6	6.5%	22,813								
京东 (JD US)	8.6	2.3%	1,337	<b>零售</b>							
哔哩哔哩 (BILI US)	12.2	12.4%	10,244	名创优品 (MNSO US)	2.7	4.8%	861				
<b>游戏相关</b>				永辉超市 (601933 CH)	28.9	5.3%	10,306				
众安保险 (6060 HK)	5.1	10.2%	3,507	唯品会 (VIPS US)	6.4	9.5%	4,107				
斗鱼 (Douyu US)	0.8	36.1%	1,852	海澜之家 (600398 CH)	3.7	5.5%	1,386				
创梦天地 (1119 HK)	0.9	17.5%	1,027								
祖龙娱乐 (9990 HK)	0.8	16.9%	933	<b>其他</b>							
Sea (SE US)	70.7	18.7%	89,414	Snap (SNAP US)	58.3	17.0%	66,975				
动视暴雪 (ATVI US)	61.7	5.0%	20,871	蔚来 (NIO US)	36.5	9.8%	24,255				
Netmarble (251270 KS)	7.9	17.5%	9,358	贝壳找房 (BEKE US)	16.2	11.5%	12,600				
Ubisoft (UBI FP)	5.7	5.0%	1,929	富途证券 (FUTU US)	5.0	21.0%	7,112				
				中国联通 (0762 HK)	15.2	5.2%	5,347				
<b>媒体相关</b>				同程艺龙 (0780 HK)	4.0	21.8%	5,867				
角川集团 (9468 JP)	3.8	6.9%	1,762	四维图新 (002405 CH)	5.6	4.6%	1,725				
Warner Music (WMG US)	35.4	1.6%	3,826								
Universal Music Group (UMG N/)	45.5	10.0%	30,774								
Spotify (SPOT US)	28.6	8.7%	16,911								
知乎 (ZH US)	1.6	13.4%	1,468								
猫眼 (1896 HK)	1.0	13.8%	956								
华谊兄弟 (300027 CH)	15.0	7.9%	8,051								
				<b>上市公司合计 (按市值计价)</b>							<b>612,149</b>
<b>未上市公司</b>											
	市值 (十亿美元)	股权占比	股权价值 (百万人民币)								
Epic Games	31.5	40.0%	85,176								
WeBank	28.9	30.0%	58,634								
58同城	8.6	22.5%	13,052								
Gojek	10.0	16.0%	10,816								
大连万达商业地产	35.4	4.1%	9,803								
小红书	5.0	10.0%	3,380								
Reddit	5.0	5.6%	1,893								
Mininglamp Technology	3.0	5.0%	1,014								
PolicyBazaar	1.5	10.0%	1,014								
MXPlayer	0.5	22.2%	750								
				<b>未上市公司合计 (基于30%折让)</b>							<b>129,872</b>
<b>总投资公司估值 (B)</b>											<b>742,021</b>
净现金, 加 (C)											16,251
少数股东权益, 减 (D)											74,095
<b>总估值 (百万元人民币) (A+B+C-D)</b>									<b>3,929,570</b>	<b>4,290,169</b>	<b>4,650,768</b>
普通股数 (百万)											9,808
每股价值 (人民币)									401	437	474
港元/人民币											1.16
<b>每股价值 (港元)</b>									<b>465</b>	<b>507</b>	<b>550</b>
腾讯非IFRS 22年摊薄每股盈利 (港元)											13.4
腾讯非IFRS 23年摊薄每股盈利 (港元)											18.0
<b>当前价格对应市盈率倍数</b>					<b>目标价对应市盈率倍数</b>		<b>悲观</b>	<b>基本</b>	<b>乐观</b>		
基于非IFRS净利润的22年市盈率 (倍)	<b>25.5</b>				基于非IFRS净利润的22年市盈率 (倍)		<b>34.6</b>	<b>37.8</b>	<b>41.0</b>		
除投资外的估值所对应的市盈率 (倍)	<b>19.8</b>				除投资外的估值所对应的市盈率 (倍)		<b>24.2</b>	<b>27.0</b>	<b>29.7</b>		
基于非IFRS净利润的23年市盈率 (倍)	<b>19.0</b>				基于非IFRS净利润的23年市盈率 (倍)		<b>25.9</b>	<b>28.3</b>	<b>30.6</b>		
除投资外的估值所对应的市盈率 (倍)	<b>14.8</b>				除投资外的估值所对应的市盈率 (倍)		<b>18.1</b>	<b>20.1</b>	<b>22.2</b>		

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(x)		PEG*	市销率(倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2021-2023E 年复合增速		
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E				FY22E	FY22E	FY22E	FY23E	收入
<b>平台型</b>																		
腾讯	700 HK	港元	增持	303.0	507.0	371.6	13.6	10.7	22.6	16.9	3.0	4.2	14.7	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	94.2	160.0	249.4	7.6	7.2	11.4	12.8	n.a.	1.9	11.9	6.6	9.3	12.3	n.a.	n.a.
美团点评	3690 HK	港元	增持	164.5	244.0	129.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.0	n.a.	n.a.	n.a.	22.9	n.a.	n.a.
百度	BIDU US	美元	未评级	139.5	n.a.	48.2	10.7	8.3	19.3	15.7	n.a.	2.6	17.1	5.0	7.2	7.7	0.7	23.2
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	122.1	n.a.	1,597.7	13.2	11.8	21.5	18.9	1.3	6.8	16.0	26.4	27.0	4.3	16.8	19.4
脸书	FB US	美元	未评级	180.9	n.a.	486.2	8.9	7.9	16.0	14.4	3.5	4.1	9.9	21.7	23.1	7.9	4.6	4.6
Naver	035420 KS	韩元	未评级	259,500.0	n.a.	32.5	22.7	19.0	38.5	28.0	n.a.	5.1	26.4	4.8	6.3	14.5	n.a.	6.3
<b>中国公司均值</b>							<b>9.8</b>	<b>8.3</b>	<b>16.1</b>	<b>14.5</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>13.8</b>	<b>7.5</b>	<b>9.9</b>	<b>13.0</b>	<b>4.1</b>	<b>16.7</b>
<b>海外公司均值</b>							<b>15.0</b>	<b>12.9</b>	<b>25.3</b>	<b>20.4</b>	<b>2.4</b>	<b>5.3</b>	<b>17.4</b>	<b>17.6</b>	<b>18.8</b>	<b>8.9</b>	<b>10.7</b>	<b>10.1</b>
<b>云计算</b>																		
中软国际	354 HK	港元	增持	7.5	13.1	2.9	8.4	8.1	14.0	11.8	1.0	0.8	n.a.	9.8	10.8	26.2	14.1	10.6
腾讯	700 HK	港元	增持	303.0	507.0	371.6	13.6	10.7	22.6	16.9	3.0	4.2	14.7	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	94.2	160.0	249.4	7.6	7.2	11.4	12.8	n.a.	1.9	11.9	6.6	9.3	12.3	n.a.	n.a.
金山软件	3888 HK	港元	增持	25.4	37.0	4.4	8.6	6.6	40.2	26.2	n.a.	3.9	10.9	2.0	3.3	23.9	n.a.	46.2
金蝶	268 HK	港元	未评级	16.7	n.a.	7.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.8	n.a.	n.a.	n.a.	24.1	n.a.	n.a.
明源云	909 HK	港元	未评级	6.2	n.a.	1.5	n.a.	22.0	n.a.	34.9	n.a.	4.4	n.a.	n.a.	4.0	16.6	n.a.	n.a.
金山云	KC US	美元	未评级	3.3	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13.6	n.a.	n.a.
微软	MSFT US	美元	未评级	293.5	n.a.	2,188.7	22.7	20.0	31.7	28.7	n.a.	n.a.	25.9	47.2	38.6	n.a.	n.a.	n.a.
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	122.1	n.a.	1,597.7	13.2	11.8	21.5	18.9	1.3	6.8	16.0	26.4	27.0	4.3	16.8	19.4
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	143.2	n.a.	1,458.7	22.2	17.0	n.a.	37.9	n.a.	2.8	24.6	3.0	16.6	16.2	5.1	19.8
Salesforce	CRM US	美元	未评级	191.1	n.a.	190.1	40.9	20.2	n.a.	39.5	n.a.	7.6	33.4	2.0	8.0	n.a.	n.a.	n.a.
甲骨文	ORCL US	美元	未评级	79.1	n.a.	210.8	19.2	11.2	33.1	14.9	n.a.	5.2	23.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VMware	VMW US	美元	未评级	122.4	n.a.	51.6	17.4	12.6	29.9	18.7	n.a.	4.2	12.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dropbox	DBX US	美元	未评级	24.8	n.a.	9.1	11.8	11.2	16.3	15.1	2.1	4.0	11.4	n.a.	n.a.	9.0	7.8	35.2
<b>中国公司均值</b>							<b>9.6</b>	<b>10.9</b>	<b>22.1</b>	<b>20.5</b>	<b>2.0</b>	<b>4.2</b>	<b>12.5</b>	<b>7.5</b>	<b>8.3</b>	<b>18.1</b>	<b>10.8</b>	<b>22.3</b>
<b>海外公司均值</b>							<b>21.1</b>	<b>14.9</b>	<b>26.5</b>	<b>24.8</b>	<b>1.7</b>	<b>5.1</b>	<b>21.0</b>	<b>19.6</b>	<b>22.6</b>	<b>9.9</b>	<b>9.9</b>	<b>24.8</b>
<b>社交及泛娱乐</b>																		
腾讯	700 HK	港元	增持	303.0	507.0	371.6	13.6	10.7	22.6	16.9	3.0	4.2	14.7	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	25.3	43.0	9.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.
阅文	772 HK	港元	中性	29.6	68.0	3.9	14.3	11.0	18.9	15.8	1.3	2.9	13.7	6.6	7.9	6.9	15.0	n.a.
快手	1024 HK	港元	未评级	71.9	n.a.	39.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	19.3	n.a.	n.a.
腾讯音乐	TME US	美元	未评级	4.7	n.a.	7.9	9.8	8.6	14.7	11.0	n.a.	2.0	15.3	5.8	6.3	5.9	n.a.	n.a.
微博	WB US	美元	未评级	19.3	n.a.	4.6	6.6	5.4	8.1	7.0	n.a.	2.2	6.9	10.9	12.9	3.6	n.a.	n.a.
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	4.0	n.a.	3.5	10.9	11.8	n.a.	29.6	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	6.2	n.a.	n.a.	n.a.
欢聚时代	YY US	美元	未评级	27.9	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	19.0	10.7	0.5	0.8	n.a.	1.1	3.1	4.1	40.4	81.9
陌陌	MOMO US	美元	未评级	4.8	n.a.	1.0	2.1	1.8	4.6	4.1	n.a.	0.5	5.1	10.7	11.1	n.a.	n.a.	n.a.
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.6	n.a.	0.9	7.4	13.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	1.4	n.a.	0.4	20.0	37.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
脸书	FB US	美元	未评级	180.9	n.a.	486.2	8.9	7.9	16.0	14.4	3.5	4.1	9.9	21.7	23.1	7.9	4.6	4.6
奈飞	NFLX US	美元	未评级	249.1	n.a.	110.8	19.1	17.0	22.9	19.7	n.a.	3.5	n.a.	24.3	21.3	9.7	2.8	5.3
Snapchat	SNAP US	美元	未评级	12.2	n.a.	20.2	n.a.	43.8	n.a.	n.a.	n.a.	4.5	n.a.	n.a.	n.a.	15.3	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	未评级	122.6	n.a.	23.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	12.9	n.a.	n.a.
<b>中国公司均值</b>							<b>10.6</b>	<b>12.5</b>	<b>14.6</b>	<b>13.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>11.1</b>	<b>7.8</b>	<b>8.8</b>	<b>12.1</b>	<b>21.0</b>	<b>46.0</b>
<b>海外公司均值</b>							<b>14.0</b>	<b>22.9</b>	<b>19.4</b>	<b>17.0</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>9.9</b>	<b>23.0</b>	<b>22.2</b>	<b>11.5</b>	<b>3.7</b>	<b>5.0</b>

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		PEG*	市销率(倍)	P/OCF(倍)	ROE(%)		2021-2023E 年复合增速		
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E				FY22E	FY22E	FY22E	FY23E	收入
<b>在线游戏</b>																		
网易	NTES US	美元	增持	92.4	148.0	60.7	11.9	10.4	19.7	17.6	2.3	4.2	16.8	17.2	16.7	11.6	8.5	17.4
腾讯	700 HK	港元	增持	303.0	507.0	371.6	13.6	10.7	22.6	16.9	3.0	4.2	14.7	11.7	13.8	9.9	7.5	10.1
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	25.3	43.0	9.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.
金山软件	3888 HK	港元	增持	25.4	37.0	4.4	8.6	6.6	40.2	26.2	n.a.	3.9	10.9	2.0	3.3	23.9	n.a.	46.2
创梦天地	1119 HK	港元	增持	4.8	4.4	0.9	31.4	14.5	48.0	19.2	n.a.	1.9	n.a.	3.4	7.3	29.2	n.a.	52.0
心动游戏	2400 HK	港元	未评级	19.5	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.5	40.9	n.a.	3.2	28.1	n.a.	n.a.
网龙	777 HK	港元	未评级	15.7	n.a.	1.1	2.2	2.1	5.8	5.1	0.3	0.9	4.3	15.2	15.4	11.3	23.0	7.0
中手游	302 HK	港元	未评级	2.1	n.a.	0.7	7.1	4.7	7.0	5.6	0.3	1.1	5.6	11.6	12.7	19.2	21.6	14.5
IGG	799 HK	港元	未评级	3.1	n.a.	0.5	n.a.	7.6	n.a.	16.4	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	6.4	n.a.	n.a.	n.a.
祖龙游戏	9990 HK	港元	未评级	4.2	n.a.	0.4	n.a.	5.4	n.a.	8.8	n.a.	2.0	7.3	0.4	14.3	65.7	n.a.	n.a.
SEA	SE US	美元	未评级	90.0	n.a.	50.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.8	n.a.	n.a.	n.a.	34.9	n.a.	n.a.
任天堂	7974 JP	日元	未评级	58,360.0	n.a.	56.6	8.6	9.9	14.1	16.6	n.a.	4.0	23.2	26.2	20.9	n.a.	n.a.	n.a.
动视暴雪	ATVI US	美元	未评级	80.7	n.a.	63.2	18.9	14.1	27.8	20.8	n.a.	8.0	27.0	11.9	13.3	6.2	3.9	5.4
艺电	EA US	美元	未评级	131.6	n.a.	36.6	22.5	12.9	49.1	18.2	n.a.	5.5	20.4	11.7	19.5	n.a.	n.a.	n.a.
Take-Two	TTWO US	美元	未评级	127.4	n.a.	21.2	31.3	26.1	n.a.	27.2	n.a.	6.4	n.a.	2.4	8.2	n.a.	n.a.	n.a.
Nexon	3659 JP	日元	未评级	2,828.0	n.a.	19.1	16.1	12.5	23.4	20.8	n.a.	7.3	23.2	12.7	13.3	13.0	n.a.	18.2
Ncsoft	036570 KS	韩元	未评级	378,000.0	n.a.	6.3	10.2	9.5	17.8	15.7	2.3	3.2	13.5	14.5	14.8	5.5	7.9	20.7
Zynga	ZNGA US	美元	未评级	8.2	n.a.	9.3	15.6	14.2	24.8	19.6	n.a.	3.2	14.8	n.a.	n.a.	8.4	n.a.	54.2
网石游戏	251270 KS	韩元	未评级	68,500.0	n.a.	4.5	25.1	15.5	84.3	27.4	n.a.	2.1	203.3	0.2	3.6	6.4	n.a.	16.7
<b>中国公司均值</b>							<b>12.4</b>	<b>8.0</b>	<b>23.3</b>	<b>14.8</b>	<b>1.6</b>	<b>2.6</b>	<b>14.6</b>	<b>9.9</b>	<b>11.0</b>	<b>23.4</b>	<b>13.8</b>	<b>23.5</b>
<b>海外公司均值</b>							<b>18.5</b>	<b>14.3</b>	<b>34.5</b>	<b>20.8</b>	<b>2.3</b>	<b>4.8</b>	<b>46.5</b>	<b>11.4</b>	<b>13.4</b>	<b>12.4</b>	<b>5.9</b>	<b>23.0</b>
<b>电商</b>																		
京东	JD US	美元	增持	58.0	73.0	90.6	18.1	12.9	30.6	19.8	0.9	0.6	23.0	8.9	12.6	18.2	32.9	45.3
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	94.2	160.0	249.4	7.6	7.2	11.4	12.8	n.a.	1.9	11.9	6.6	9.3	12.3	n.a.	n.a.
美团点评	3690 HK	港元	增持	164.5	244.0	129.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.0	n.a.	n.a.	n.a.	22.9	n.a.	n.a.
拼多多	PDD US	美元	未评级	51.1	n.a.	64.6	22.0	14.4	24.2	17.2	0.6	4.0	19.1	16.9	19.4	20.6	37.2	67.2
贝壳	BEKE US	美元	未评级	16.2	n.a.	20.5	n.a.	17.6	n.a.	30.3	n.a.	2.2	n.a.	n.a.	5.9	0.5	31.5	12.7
唯品会	VIPS US	美元	未评级	10.1	n.a.	6.6	4.8	4.3	8.3	7.4	n.a.	0.4	7.0	12.7	12.8	n.a.	n.a.	n.a.
宝尊电商	BZUN US	美元	未评级	9.0	n.a.	0.6	13.3	8.5	16.8	8.7	0.3	0.4	15.8	2.1	5.9	5.7	51.1	7.6
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	143.2	n.a.	1,458.7	22.2	17.0	n.a.	37.9	n.a.	2.8	24.6	3.0	16.6	16.2	5.1	19.8
eBay	EBAY US	美元	未评级	48.7	n.a.	26.7	9.3	9.0	11.9	11.9	1.7	2.8	11.5	20.0	53.5	n.a.	7.0	n.a.
<b>中国公司均值</b>							<b>13.9</b>	<b>11.1</b>	<b>20.2</b>	<b>16.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.8</b>	<b>16.5</b>	<b>9.3</b>	<b>11.2</b>	<b>14.1</b>	<b>37.1</b>	<b>35.6</b>
<b>海外公司均值</b>							<b>15.7</b>	<b>13.0</b>	<b>11.9</b>	<b>24.9</b>	<b>1.7</b>	<b>2.8</b>	<b>18.1</b>	<b>11.5</b>	<b>35.1</b>	<b>16.2</b>	<b>6.0</b>	<b>19.8</b>
<b>垂直领域</b>																		
携程网	TCOM US	美元	未评级	26.4	n.a.	17.0	n.a.	22.3	n.a.	21.6	n.a.	6.0	n.a.	0.2	3.9	22.7	n.a.	n.a.
汽车之家	ATHM US	美元	未评级	35.2	n.a.	4.4	4.0	3.1	15.2	13.5	n.a.	4.3	14.1	7.9	8.5	2.1	n.a.	n.a.
同城艺龙	780 HK	港元	未评级	16.3	n.a.	4.6	20.9	12.1	31.9	19.0	0.7	4.5	17.9	4.5	8.3	12.8	43.2	21.9
智游网	EXPE US	美元	未评级	113.2	n.a.	17.8	8.5	7.0	16.2	11.8	n.a.	1.5	4.8	32.7	35.1	26.5	n.a.	66.6
<b>中国公司均值</b>							<b>11.1</b>	<b>11.1</b>	<b>21.1</b>	<b>16.5</b>	<b>0.7</b>	<b>4.1</b>	<b>12.3</b>	<b>11.3</b>	<b>13.9</b>	<b>16.0</b>	<b>43.2</b>	<b>44.2</b>

注：股价采用2022年8月16日收市价(其他市场)，2022年8月15日(美股)；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

## 财务预测表

### 利润表

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	482,064	560,118	573,338	676,980	790,653
营业成本	(260,532)	(314,174)	(329,905)	(377,567)	(434,990)
<b>毛利</b>	<b>221,532</b>	<b>245,944</b>	<b>243,434</b>	<b>299,413</b>	<b>355,663</b>
利息收入	6,957	6,650	9,685	13,134	18,186
其他收益净额	57,131	149,467	35,026	33,849	39,533
销售和营销费用	(33,758)	(40,594)	(37,732)	(47,389)	(55,346)
一般及行政费用	(67,625)	(89,847)	(103,558)	(113,920)	(123,390)
<b>营业利润</b>	<b>184,237</b>	<b>271,620</b>	<b>146,856</b>	<b>185,087</b>	<b>234,645</b>
净财务成本	(7,887)	(7,114)	(9,861)	(10,957)	(12,056)
联营及合营企业应占亏损	3,672	(16,444)	(6,280)	0	0
税前利润	180,022	248,062	130,715	174,130	222,589
所得税费用	(19,897)	(20,252)	(21,879)	(28,167)	(34,923)
少数股东权益	278	2,988	3,701	5,094	5,961
<b>归属于股东的净利润</b>	<b>159,847</b>	<b>224,822</b>	<b>105,134</b>	<b>140,868</b>	<b>181,705</b>
<b>非 IFRS 营业利润</b>	<b>149,404</b>	<b>159,539</b>	<b>147,271</b>	<b>187,783</b>	<b>232,820</b>
<b>非 IFRS 归属于股东的净利润</b>	<b>122,742</b>	<b>123,788</b>	<b>107,626</b>	<b>145,591</b>	<b>181,906</b>

### 主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
<b>年成长率</b>					
营业收益	28%	16%	2%	18%	17%
营业利润	55%	47%	-46%	26%	27%
非IFRS净利润	30%	1%	-13%	35%	25%
<b>获利能力</b>					
股本回报率	27%	28%	12%	14%	15%
毛利率	46%	44%	42%	44%	45%
非 IFRS 营业利润率	31%	28%	26%	28%	29%
非 IFRS 净利率	25%	22%	19%	22%	23%
<b>每股资料 and 估值 (人民币)</b>					
摊薄每股盈利	16.5	23.2	10.8	14.4	18.5
非 IFRS 基本每股盈利	12.9	13.0	11.3	15.2	18.9
非 IFRS 摊薄每股盈利	12.7	12.8	11.0	14.9	18.5
非IFRS摊薄每股盈利 (港元)	14.8	15.5	13.4	18.0	22.3
每股净资产	74.7	85.5	96.6	110.7	130.9
每股股利	1.4	1.4	3.6	1.7	2.2
<b>估值比率</b>					
EV/EBITDA (x)	14.3	12.9	13.6	10.7	8.6
市盈率 (x)	20.5	19.5	22.6	16.9	13.6
市净率 (x)	3.4	2.9	2.6	2.3	1.9
股息率 (%)	0.53	0.53	1.42	0.66	0.88

### 资产负债表

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
物业、厂房及设备	59,843	61,914	72,326	83,573	95,355
无形资产	159,437	171,376	186,095	199,714	211,129
现金及现金等价物	152,798	167,966	264,866	394,987	598,099
定期存款	100,168	103,304	104,337	105,380	106,434
投资联营和合资公司	305,258	323,188	334,245	351,140	367,359
可供出售投资	0	0	0	0	0
公允价值的金融资产	385,628	453,014	475,665	499,448	524,420
其他	170,293	331,602	245,963	268,557	293,337
<b>总资产</b>	<b>1,333,425</b>	<b>1,612,364</b>	<b>1,683,497</b>	<b>1,902,798</b>	<b>2,196,133</b>
应付账款	94,030	109,470	112,168	128,373	147,897
其他应付款和应计负债	54,308	60,582	60,582	60,582	60,582
银行借款	126,387	155,939	172,867	185,891	203,283
应付票据	122,057	145,590	182,561	215,070	250,341
其他	158,600	264,090	166,244	181,105	198,730
<b>总负债</b>	<b>555,382</b>	<b>735,671</b>	<b>694,422</b>	<b>771,020</b>	<b>860,833</b>
股本	0	0	0	0	0
股份溢价	48,793	67,330	94,853	125,317	156,943
库存股	0	0	0	0	0
股份奖励计划股份	-4,412	-4,843	-4,843	-4,843	-4,843
其他储备金	121,139	73,901	73,901	73,901	73,901
留存收益	538,464	669,911	751,068	858,213	1,024,148
<b>股东权益总额</b>	<b>703,984</b>	<b>806,299</b>	<b>914,979</b>	<b>1,052,588</b>	<b>1,250,149</b>
少数股东权益	74,059	70,394	74,095	79,190	85,151
<b>总权益</b>	<b>778,043</b>	<b>876,693</b>	<b>989,075</b>	<b>1,131,778</b>	<b>1,335,300</b>
<b>现金流量表</b>					
百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
<b>经营活动现金流</b>	<b>194,119</b>	<b>175,186</b>	<b>184,913</b>	<b>248,228</b>	<b>307,860</b>
净利润	160,125	227,810	108,836	145,963	187,666
折旧摊销	50,774	57,670	55,137	69,911	87,494
股权激励	12,634	21,625	27,523	30,464	31,626
联营公司减值准备	6,642	16,315	6,331	6,553	6,891
营运资金变动	27,423	891	(5,075)	4,677	8,384
其它	(63,479)	(149,125)	(7,839)	(9,339)	(14,201)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(181,955)</b>	<b>(178,549)</b>	<b>(117,935)</b>	<b>(129,917)</b>	<b>(141,641)</b>
资本支出和购买无形资产	(61,252)	(60,461)	(80,267)	(94,777)	(110,691)
定期存款净额	(26,992)	(573)	(1,033)	(1,043)	(1,054)
其他投资	(93,711)	(117,515)	(36,634)	(34,096)	(29,896)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>13,647</b>	<b>21,620</b>	<b>29,922</b>	<b>11,810</b>	<b>36,893</b>
借款	44,490	59,790	53,899	45,533	52,664
股息	(10,339)	(12,503)	(23,977)	(33,723)	(15,770)
其他	(20,504)	(25,667)	0	0	0
汇率变动	(6,004)	(3,089)	0	0	0
<b>净现金流</b>	<b>19,807</b>	<b>15,168</b>	<b>96,900</b>	<b>130,121</b>	<b>203,112</b>

注：截至2022年8月16日的收盘价

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828