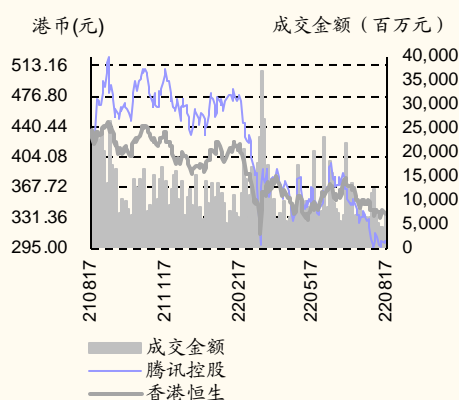


市价(港币): 303.200元

## 视频号开启商业化, 降本增效稳步推进

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	303.200
流通港股(百万股)	9,618.20
总市值(百万元)	2,916,239.15
年内股价最高最低(元)	524.50/295.00
香港恒生指数	19922.45



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-17.70	-36.70	-30.30
相对香港恒生	-14.40	-17.06	-7.68

## 相关报告

- 《视频号发展致成本增加, 递延收入增长稳健-1Q22 腾讯控股业绩...》, 2022.5.18
- 《游戏政策回暖, 供给端优化下具备强竞争力-腾讯控股公司点评》, 2022.4.11
- 《看好长期价值, 视频号或成为变现端下一亮点-腾讯控股年度业绩点...》, 2022.3.24
- 《如何看待“LOL 手游”2022 的稳态商业化?-腾讯控股深度》, 2021.12.22
- 《Q3 加强员工薪资福利, 关注 LOL 手游 Q4 表现-腾讯控股三季报...》, 2021.11.12

许孟婕 分析师 SAC 执业编号: S1130522080003  
xumengjie@gjzq.com.cn

马晓婷 联系人  
maxiaoting@gjzq.com.cn

## 主要财务指标

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	482,064	561,347	562,919	640,660	697,611
营业收入增长率	27.77%	16.45%	0.28%	13.81%	8.89%
IFRS 归母净利润(百万元)	159,847	224,822	133,393	162,712	174,851
IFRS 归母净利润增长率	71.31%	40.65%	-40.67%	21.98%	7.46%
NON-IFRS 归母净利润(百万元)	122,742	123,788	117,410	140,268	150,932
NON-IFRS 归母净利润增长率	30.1%	0.9%	-5.2%	19.5%	7.6%
摊薄每股收益(元)	16.619	23.375	13.869	16.917	18.179
每股经营性现金流净额	20.18	18.21	7.95	12.15	13.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.71%	27.88%	14.20%	14.76%	13.69%
P/E	18.24	12.97	21.86	17.92	16.68
P/B	4.14	3.62	3.10	2.65	2.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022年8月17日, 公司发布2022年二季度业绩公告, 2022年二季度公司实现营收1340亿元, 同比-3%, NON-IFRS 净利润281亿元, 同比-17%。

## 评论

- 毛利率环比优化, 管理及研发费用环比稳定、同比大幅增长, 后续季度降本增效带来的经营效率提升有望逐步体现。根据公司公告, 2022 公司综合毛利率达到 43.17%, 环比+1.04pct, 移动广告联盟相关渠道成本及内容成本的严格管理带动广告业务毛利率环比+3.94pct, 后续随视频号变现有望进一步改善, 缩减亏损项目后云项目部署成本减少带动金融科技及企业服务毛利率环比+1.78pct; 人员优化带来的费用支出拉动管理及研发费用增长, 人员稳定后该项费用在后续季度有望改善: 2022 一般及行政开支 262 亿元, 同比+16%, 其中研发费用率 11.2%, 同比+1.92pct, 环比-0.16pct, 其他管理费用率 8.37%, 同比+1.28pct, 环比+0.04pct。
- 视频号用户数据表现亮眼, 由此带来的服务器带宽成本持续增加, 7 月开启的信息流广告变现有望带动网络广告业务恢复。1) 视频号总用户使用时长超过朋友圈总用户时长的 80%, 视频播放量同比增长超过 200%, 2022 带宽及服务器托管费用同比增长 21%; 2) 公司 7 月开始推出视频号信息流广告, 视频号中的新广告位将为广告收入贡献新增量。
- 游戏业务短期仍然承压, 金融科技随疫情修复在下半年有望迎来改善。2022 国内及海外游戏业务收入均下降 1%, 在短期大型产品发布数量减少情况下仍然承压; 金融科技受疫情影响收入增速放缓, 在疫后恢复情况下 3Q22 有望获得边际改善。

## 投资建议

- 我们坚定看好腾讯的长期价值, 考虑到公司产品线及疫情反复的影响, 我们预计公司 22-24 年 NON-IFRS 净利润分别为 1174 (下调 9%)、1403 和 1509 亿元 (下调 5.6%), IFRS-EPS 分别为 13.4/14.7/16.6 元, 对应 PE 分别为 21.9/17.9/16.7X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 互联网相关政策风险; 游戏表现或上线节奏不及预期风险; 疫情反复对广告及支付业务冲击风险; 金融科技及云服务业务拓展不及预期风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	377,289	482,064	561,347	562,919	640,660	697,611	货币资金	132,991	152,798	167,966	197,022	280,160	371,257
增长率	20.7%	27.8%	16.4%	0.3%	13.8%	8.9%	应收款项	63,232	85,044	113,567	124,354	132,454	144,638
主营业务成本	209,756	260,532	314,174	323,084	360,443	392,592	存货	718	814	1,063	2,937	2,773	2,181
%销售收入	55.6%	54.0%	56.0%	57.4%	56.3%	56.3%	其他流动资产	57,027	78,991	202,216	215,244	234,608	255,859
毛利	167,533	221,532	245,944	239,835	280,216	305,019	流动资产	253,968	317,647	484,812	539,557	649,994	773,936
%销售收入	44.4%	46.0%	43.8%	42.6%	43.7%	43.7%	%总资产	26.6%	23.8%	30.1%	30.9%	33.8%	36.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	221,894	305,258	323,188	333,188	353,188	373,188
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	50,759	64,782	67,837	69,337	70,337	71,337
销售费用	21,396	33,758	40,594	33,334	41,643	48,833	%总资产	5.3%	4.9%	4.2%	4.0%	3.7%	3.4%
%销售收入	5.7%	7.0%	7.2%	5.9%	6.5%	7.0%	无形资产	139,707	172,366	191,844	206,844	216,844	231,844
管理费用	53,446	67,625	89,847	105,943	99,302	104,642	非流动资产	700,018	1,015,778	1,127,552	1,204,252	1,275,452	1,351,652
%销售收入	14.2%	14.0%	16.0%	18.8%	15.5%	15.0%	%总资产	73.4%	76.2%	69.9%	69.1%	66.2%	63.6%
研发费用	30,387	38,972	51,880	60,453	51,253	55,809	<b>资产总计</b>	<b>953,986</b>	<b>1,333,425</b>	<b>1,612,364</b>	<b>1,743,809</b>	<b>1,925,446</b>	<b>2,125,588</b>
%销售收入	8.1%	8.1%	9.2%	10.7%	8.0%	8.0%	短期借款	22,695	14,242	19,003	22,295	22,874	3,592
息税前利润 (EBIT)	61,922	79,344	64,852	100,558	139,271	151,545	应付款项	91,224	94,030	109,470	115,387	120,148	122,685
%销售收入	16.4%	16.5%	11.6%	17.9%	21.7%	21.7%	其他流动负债	126,237	160,807	274,625	261,460	274,703	320,901
财务费用	1,376	492	1,268	1,926	2,986	2,741	流动负债	240,156	269,079	403,098	399,142	417,725	447,178
%销售收入	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	长期贷款	187,584	234,202	282,526	282,526	282,526	282,526
投资收益	-5,504	-2,970	-32,759	-3,332	-3,532	-2,986	其他长期负债	37,422	52,101	50,047	50,023	49,876	45,187
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	<b>负债</b>	<b>465,162</b>	<b>555,382</b>	<b>735,671</b>	<b>731,691</b>	<b>750,127</b>	<b>774,891</b>
营业利润	92,309	118,316	116,732	100,558	139,271	151,545	<b>普通股股东权益</b>	<b>432,706</b>	<b>703,984</b>	<b>806,299</b>	<b>939,692</b>	<b>1,102,404</b>	<b>1,277,255</b>
营业利润率	24.5%	24.5%	20.8%	17.9%	21.7%	21.7%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业外收支	23,971	65,168	165,357	67,389	59,248	61,729	未分配利润	429,561	709,855	830,202	963,595	1,126,307	1,301,158
税前利润	109,404	180,022	248,062	162,689	192,002	207,547	少数股东权益	56,118	74,059	70,394	72,425	72,915	73,441
利润率	29.0%	37.3%	44.2%	28.9%	30.0%	29.8%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>953,986</b>	<b>1,333,425</b>	<b>1,612,364</b>	<b>1,743,809</b>	<b>1,925,446</b>	<b>2,125,588</b>
所得税	13,512	19,897	20,252	27,264	28,800	32,170							
所得税率	12.4%	11.1%	8.2%	16.8%	15.0%	15.5%							
净利润	95,888	160,125	227,810	135,424	163,201	175,377							
少数股东损益	2,578	278	2,988	2,031	490	526							
<b>IFRS 归属于母公司的净利润</b>	<b>93,310</b>	<b>159,847</b>	<b>224,822</b>	<b>133,393</b>	<b>162,712</b>	<b>174,851</b>							
IFRS 净利率	24.7%	33.2%	40.1%	23.7%	25.4%	25.1%							
<b>NON-IFRS 归属于母公司的净利润</b>	<b>94,351</b>	<b>122,742</b>	<b>123,788</b>	<b>117,410</b>	<b>140,268</b>	<b>150,932</b>							
NON-IFRS 净利率	25.0%	25.5%	22.1%	20.9%	21.9%	21.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	93,310	159,847	224,822	133,393	162,712	174,851	净资产收益率	21.56%	22.71%	27.88%	14.20%	14.76%	13.69%
少数股东损益	2,578	278	2,988	2,031	490	526	总资产收益率	9.78%	11.99%	13.94%	7.65%	8.45%	8.23%
非现金支出	-4,723	-43,925	-108,197	-54,990	-47,534	-49,096	投入资本收益率	7.37%	6.54%	4.85%	6.21%	7.84%	7.61%
非经营收益							<b>增长率</b>						
营运资金变动	15,330	27,423	891	-1,937	1,705	6,891	主营业务收入增长率	20.66%	27.77%	16.45%	0.28%	13.81%	8.89%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>148,590</b>	<b>194,119</b>	<b>175,186</b>	<b>76,467</b>	<b>116,883</b>	<b>132,647</b>	EBIT 增长率	19.96%	28.14%	-18.26%	55.06%	38.50%	8.81%
资本开支	-56,988	-66,599	-62,165	-16,500	-11,000	-16,000	净利润增长率	18.54%	71.31%	40.65%	-40.67%	21.98%	7.46%
投资	-66,658	-108,037	-102,878	-71,200	-71,200	-71,200	总资产增长率	31.85%	39.77%	20.92%	8.15%	10.42%	10.39%
其他	7,476	-7,319	-13,506	64,033	55,569	54,054	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-116,170</b>	<b>-181,955</b>	<b>-178,549</b>	<b>-23,667</b>	<b>-26,631</b>	<b>-33,146</b>	应收账款周转天数	34.7	34.1	32.1	33.2	30.9	30.4
股权募资	-774	1,716	-1,127	0	0	0	存货周转天数	1.2	1.1	1.2	3.3	2.8	2.0
债权募资	20,561	40,953	55,367	0	0	0	应付账款周转天数	158.7	131.7	127.2	130.4	121.7	114.1
其他	-18,115	-29,022	-32,620	-23,744	-7,114	-8,404	固定资产周转天数	49.1	49.1	44.1	45.0	40.1	37.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,672</b>	<b>13,647</b>	<b>21,620</b>	<b>-23,744</b>	<b>-7,114</b>	<b>-8,404</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>现金净流量</b>	<b>35,177</b>	<b>19,807</b>	<b>15,168</b>	<b>29,056</b>	<b>83,138</b>	<b>91,097</b>	净负债/股东权益	21.93%	18.00%	19.54%	12.30%	3.47%	-4.09%
							EBIT 利息保障倍数	45.0	161.3	51.1	52.2	46.6	55.3
							资产负债率	48.76%	41.65%	45.63%	41.96%	38.96%	36.46%

### 投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;  
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

### 特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

#### 上海

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

#### 北京

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

#### 深圳

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402