



买入（维持）

所属行业：资讯科技业/软件服务
当前价格(港币)：303.00元

证券分析师

赵伟博
资格编号：S0120521090001
邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

研究助理

刘文轩
邮箱：liuwx@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.77	-17.57	-13.02

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《腾讯控股(0700.HK) 1Q22 财报点评：“政策底”已现，业绩短期承压，静待扰动消退》，2022.5.19
- 《腾讯控股(0700.HK) 4Q21 财报点评：短期承压不改长期向好》，2022.3.25
- 《腾讯控股(0700.HK)：云及企业服务，拥抱产业互联网的桥梁》，2022.3.16
- 《腾讯控股(0700.HK)：深度复盘——如何理解腾讯游戏的护城河？》，2021.12.28
- 《腾讯控股(00700.HK) 3Q21 深度点评：广告承压，游戏基本盘稳定，金融科技与企业服务稳步发展，中长期看好逻辑不改》，2021.11.13

腾讯控股(0700.HK) 2Q22 财报点评：降本增效成果仍有释放空间，关注净利润率预期修复

投资要点

- 事件：2Q22 广告业务收入、毛利率超预期，叠加销售费用率超预期下降，净利润表现超预期。**公司发布 2Q22 财报，整体实现营业收入 1340 亿元，同比下滑 3%，略逊彭博一致预期 1.2%。其中，广告业务实现收入 186 亿元，同比下滑 19%，下滑幅度较彭博一致预期（同比下滑 26%）更小，且实现毛利率 40.3%，较彭博一致预期（37.6%）更高。于费用端，公司 2Q 实现销售费用 79 亿元，销售费用率 5.8%，低于彭博一致预期的销售费用率 6.3%。综上，公司实现 Non-IFRS 归母净利润 281 亿元，同比下滑 17%，下滑幅度同样低于彭博一致预期（同比下滑 28%）。具体分业务而言：
 - 国内游戏业务：不利因素有望缓解，新游贡献增量，料下半年表现复苏。**整体实现收入 409 亿元（包含归于社交网络的部分），同比持平。在二季度，公司于国内市场发行了《诺亚之心》、《黑色沙漠》、《全民大灌篮》等产品，但流水体量较小，主要的新游贡献仍然来自于 3 月 31 日上线的《重返帝国》。再加上去年三、四季度上线的重点游戏《金铲铲之战》、《英雄联盟手游》结构性收入，共同构成了国内游戏二季度的增量。而这部分的增量，被《王者荣耀》、《天涯明月刀手游》以及《英雄联盟》端游的下滑所抵消。**展望未来，我们认为上述下滑影响将会趋弱：**1) 对于《王者荣耀》，我们观察到其于 7 月流水跌幅已经显著收窄；2) 对于《天涯明月刀手游》其上线于 4Q20，作为一款 MMORPG 产品，成熟期流水与上线初期本身就有较大差距，我们预计随着时间的推移，当基数也进入成熟期后，其同比下滑幅度将会缓解；3) 对于《英雄联盟》端游，我们认为其在二季度的下滑，受各地疫情造成的网吧停业相关，并将随着下半年疫情的恢复，网吧恢复营业而收窄跌幅。**而进入三季度后，新游有望贡献显著增量：**公司 7 月 20 日发行的《英雄联盟电竞经理》流水表现优异，于上线前十天维持在国内畅销榜前十的位置。**后续国内 Pipeline 储备丰富**，包括：《一拳超人：正义执行》（已获得版号）、《新天龙八部》、《黎明觉醒》等，重点产品的版号发放均有望构成短期的催化和业绩的增量。
 - 海外游戏业务：路径验证，储备丰富。**实现收入 107 亿元，同比下滑 1%，低于预期。我们认为海外游戏业务较弱的表现主要来自于两点：1) 海外市场相继结束疫情管制，用户于线上娱乐分配的时间减少，进而减少花费，但面临去年的高基数；2) 海外高通胀以及宏观经济疲软。公司于海外的产品供给主要通过两条路径满足：1) 投资、并购的海外游戏公司于本地发行的产品；2) 天美、光子等 IEG 旗下工作室自主研发，或代理国内其他厂商，由腾讯全球发行的产品。于二季度，公司所投资的 Riot 所开发的《VALORANT》录得 MAU 与流水新高；瑞典工作室 Stunlock 开发的《V Rising》首月销售量达 200 万份；包括旗下 MiniClip 于 7 月收购《地铁跑酷》的开发商 SYBO，均验证第一条路径的发展已取得成效，并在正轨之上。展望未来，由于海外市场相对宽松的发行政策环境，我们预计公司于国内尚未取得版号、但研发完成、且适合海外发行的手游产品，均有望优先于海外发行上线。
 - 广告业务：视频号广告全量上线，展望下半年恢复正增长。**实现收入 186 亿元，同比下滑 19%，下滑幅度低于彭博一致预期。我们认为广告业务相对较大幅度的下滑，源于微信生态，尤其是朋友圈广告，较少广告库存、较高 ecpm 的商业模式，受宏观经济波动，广告主投放需求下滑的冲击较大导致。于 7 月，视频号正式开始信息流广告变现，早期主要采用合约广告的形式开始投放，预计于 8 月下

旬开启竞价广告投放。视频号当前的用户数据增长显著，根据视灯研究院，2021年末视频号 DAU 已经超过 5 亿；根据公司财报会材料，视频号的用户时长已经超过朋友圈的 80%，总 VV 同比增长超过 200%。我们预计随着下半年宏观经济的复苏，以及视频号提供的增量广告位和收入贡献，广告业务有望回归同比正增长。

- 金融科技与企业服务业务：支付业务高韧性，云及企业服务毛利率有望持续改善。**
 实现收入 422 亿元，同比增长 1%，略微低于彭博一致预期的同比增长 3%。受 4-5 月部分地区疫情导致线下活动减少影响，支付业务于 4 月同比增速回落到个位数，而于 6 月线下活动恢复后，恢复至 10%+ 的增速，符合我们于一季度财报点评时的预期。我们认为支付是一个相对成熟的业务，使用场景、用户习惯均稳固，宏观角度而言，移动支付渗透率较高，且市场格局较为稳定。因此我们预计其未来三年维持相对稳定的同比增速，并伴随毛利率的改善。主要的驱动因素，在于商业支付的流水结构性优化，毛利率较高的线上商业支付占比提升，以及商业支付流水的自然增长。云及企业服务业务于二季度收入略有下滑，主要影响因素在于主动减少亏损的收入来源，以及局部疫情导致的部署落地受限。展望未来，公司已经于前期的规模扩张中积累了大量用户，随着发展模式的转变，通过对上述存量用户的 Upsell，我们预计高毛利率的自研产品收入构成有望增长，进而持续的带来云及企业服务业务毛利率的改善。
- 盈利预测与投资建议：静待降本增效完全释放，净利润率仍有空间。** 2Q22 费用端超预期的点在于销售费用率，而销售费用是降本增效中变化最灵敏的参数，只需控制广告投放就可以降低。而反观管理费用，实际是下降幅度不及预期的。我们认为这是人员调整导致的一次性补偿造成的：于二季度，公司员工数量环比下降 5000 人，在离职补偿下会产生一次性支出。因此员工人数下降，带来的管理费用和相关成本支出下降，有望在三、四季度持续的释放，进而带来净利润超预期的机会和净利润一致预期向上修复的空间。考虑到本季度经营情况带来的边际信息，我们略微调整盈利预测至：2022-2024 年实现收入 5777/6490/7269 亿元，同比增长 3%/12%/12%；实现 Non-IFRS 归母净利润 1189/1472/1691 亿元，同比增长 -4%/24%/15%。我们认为当前的估值已经充分反映了市场的悲观预期，虽然仍然缺乏清晰可见、体量可观的增长点，但是当前布局仍是有性价比的选择，故维持对于公司的“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险；产品上线进度不及预期风险；政策监管趋严风险。

股票数据		主要财务数据及预测				
		2020	2021	2022E	2023E	2024E
总股本(百万股):	9,618.20					
流通港股(百万股):	9,618.20					
52 周内股价区间(港元):	295.00-524.50					
总市值(百万港元):	2,916,239.15					
总资产(百万港元):	1,706,835.91					
每股净资产(港元):	89.50					
资料来源: 公司公告						
营业收入(百万元)		482064	561347	577680	648958	726924
(+/-)YOY(%)		27.8%	16.4%	2.9%	12.3%	12.0%
净利润(百万元)		159847	224822	92213	113719	135630
(+/-)YOY(%)		71.3%	40.6%	-59.0%	23.3%	19.3%
全面摊薄 EPS(元)		16.66	23.40	9.59	11.82	14.10
毛利率(%)		46.0%	43.9%	42.6%	56.1%	55.4%
净资产收益率(%)		22.7%	27.9%	10.3%	11.3%	11.9%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 汇率为 0.86 人民币/港元

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	23.40	9.59	11.82	14.10
每股净资产	91.15	100.64	112.36	126.40
每股经营现金流	18.21	20.17	22.53	26.68
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	16.79	27.18	22.04	18.48
P/B	4.31	2.59	2.32	2.06
P/S	6.72	4.34	3.86	3.45
EV/EBITDA	31.90	15.58	10.50	9.08
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	43.9%	42.6%	56.1%	55.4%
净利润率	40.6%	16.3%	17.8%	18.9%
净资产收益率	27.9%	10.3%	11.3%	11.9%
资产回报率	13.9%	5.2%	5.7%	6.1%
投资回报率	5.1%	6.7%	12.3%	12.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	16.4%	2.9%	12.3%	12.0%
EBIT 增长率	-18.3%	62.2%	102.6%	12.3%
净利润增长率	40.6%	-59.0%	23.3%	19.3%
偿债能力指标				
资产负债率	45.6%	45.5%	45.7%	45.6%
流动比率	1.2	1.6	1.9	2.2
速动比率	0.9	1.3	1.7	2.0
现金比率	0.4	0.8	1.2	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	30.2	31.2	30.0	30.0
存货周转天数	1.1	1.2	1.2	1.2
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	8.5	8.2	8.8	9.8

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	224822	92213	113719	135630
少数股东损益	2988	1703	1732	2065
非现金支出	57670	57241	54514	52912
非经营收益	-111185	35123	39624	46812
营运资金变动	891	7706	7143	19190
经营活动现金流	175186	193986	216733	256610
资产	-62165	-46214	-45427	-49431
投资	-102878	-1060	-1060	-1060
其他	-13506	-19660	-17840	-17840
投资活动现金流	-178549	-66934	-64327	-68330
债权募资	53085	56505	67806	61026
股权募资	-1127	0	0	0
其他	-30338	-15463	-21784	-28972
融资活动现金流	21620	41042	46022	32053
现金净流量	15168	165425	195758	217663

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为8月17日

资料来源:公司年报(2020-2021),德邦研究所,汇率为0.86人民币/港元

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	561347	577680	648958	726924
营业成本	314174	331405	331405	364377
毛利率%	43.9%	42.6%	56.1%	55.4%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	40594	34197	40935	45356
营业费用率%	7.2%	5.9%	6.3%	6.2%
管理费用	89847	44110	45427	45356
管理费用率%	16.0%	7.6%	7.0%	6.2%
研发费用	51880	62795	64896	72692
研发费用率%	9.2%	10.9%	10.0%	10.0%
EBIT	64852	105173	213119	239330
财务费用	1268	7549	7549	7549
财务费用率%	0.2%	1.3%	1.2%	1.0%
资产减值损失				
投资收益	-32759	0	0	0
营业利润	116732	138654	158091	183659
营业外收支	131330	-27209	-25389	-25389
利润总额	248062	111445	132702	158270
EBITDA	122522	162413	267633	292242
所得税	20252	17528	17251	20575
有效所得税率%	8.2%	15.7%	13.0%	13.0%
少数股东损益	2988	1703	1732	2065
归属母公司所有者净利润	224822	92213	113719	135630

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	167966	333391	529149	746813
应收账款及应收票据	49331	50878	57155	64022
存货	1063	1121	1121	1233
其它流动资产	266452	271756	293283	316830
流动资产合计	484812	657146	880709	1128897
长期股权投资	323188	323188	323188	323188
固定资产	67837	73310	73920	74533
在建工程				
无形资产	191844	175345	165648	161553
非流动资产合计	1127552	1117585	1109558	1107136
资产总计	1612364	1774731	1990267	2236033
短期借款	19003	19003	19003	19003
应付票据及应付账款	109470	115474	115474	126963
预收账款				
其它流动负债	274625	283235	318183	356410
流动负债合计	403098	417713	452660	502375
长期借款	282526	339031	406837	467863
其它长期负债	50047	50047	50047	50047
非流动负债合计	332573	389078	456884	517910
负债总计	735671	806791	909545	1020286
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	806299	895843	1006893	1139853
少数股东权益	70394	72097	73829	75894
负债和所有者权益合计	1612364	1774731	1990267	2236033

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博，德邦证券研究所计算机行业首席分析师。中国人民大学金融学硕士及经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。深耕计算机行业研究数年，致力于用扎实、严谨、客观的深度研究服务产业发展及广大客户，对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链等行业主要领域均有深入理解。

刘文轩，2021 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

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； 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。	类别	评级	说明
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。