

降本增效 Q2 初显成效，视频号商业化稳步推进

事件: 2022年Q2腾讯录得收入1340亿元，同比下滑3.1%，经调整归母净利润同比下滑17.3%至281亿元，收入略微低于预期，利润表现超出市场预期。按业务分部来看，网络游戏收入同比下滑1.2%至425亿元，社交网络收入同比增长0.7%至292亿元；网络广告收入同比下降18.4%至186亿元，其中媒体广告收入下滑24.2%至25亿元，社交及其他广告收入下滑17.4%至161亿元；金融科技及企业服务收入同比增长0.8%至422亿元。市场整体对Q2预期较低，公司利润表现优于市场预期，反映了降本增效措施的效果。

报告摘要

Q2 整体表现与行业同步降温 Q2公司整体业务表现与市场同步：游戏方面Q2本土和海外游戏收入均有轻微下滑，一方面和整体游戏市场消费力转淡，另一方面和公司头部游戏产品周期影响；上半年由于疫情对一线城市的封锁，广告业务尽管同比下滑18.4%，但是表现超出预期，展现公司业务韧性；支付业务在4、5月疫情封锁拖累季度整体低个位数增长；云业务等商业服务由于公司主动收缩低效益业务使得同比有所下滑。

降本增效仍将持续 互联网行业面临挑战的背景下，Q2降本增效的进展顺利，具体报告关闭在线教育等非核心业务、收缩表现不佳的业务、加强营销计划和资本支出管控、将国内所有内容服务迁移至腾讯云以及优化员工团队。后续季度公司将继续推进降本增效，在云服务方面收缩亏损业务，重点从定制和分包业务转向自有产品，特别是PaaS和SaaS，推动利润率提升；在视频业务方面严格控制内容支出，注重投资回报率；在支付领域将管理资金渠道，降低交易成本。

视频号表现可观，逐步推进商业化 视频号的用户参与度可观，总用户使用时长超过了朋友圈总用户使用时长的80%。视频号总视频播放量同比增长超过200%，基于人工智能推荐的视频播放量同比增长超过400%，日活跃创作者数和日均视频上传量同比增长超过100%。7月中旬公司发布了信息流广告，首先是以基础合同方式卖广告，8月底将增加竞价方式，并释放更多的广告位。基于现有的流量规模和广告主对短视频广告的强劲需求，视频号的爬坡进度会更于朋友圈广告，将成为公司强有力的新收入增长驱动力。

调整目标价至400.0港元，维持买入评级 展望后续我们认为随着降本增效推进，公司利润率有望进一步提高，同时视频号的商业化加速也给公司带来新的增长驱动力。我们采用SOTP估值法，基于2022年预估增值服务12xPE、广告业务10xPE和金融企业及云服务6xPS，以及0.9倍的估值系数，给予公司400.0港元，对应2022年/2023年预计PE分别为30x与26x，较最近收市价格31.2%的涨幅，维持买入评级。

风险提示: 游戏业务不达预期；投资新业务发展影响业绩；互联网监管政策负面风险等。

人民币百万元	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	482,064	560,118	562,701	608,565	668,905
同比变动	27.8%	16.2%	0.5%	8.2%	9.9%
调整后归母净利润(百万元人民币)	122,742	123,788	108,717	124,866	139,745
每股Non-GAAP盈利(元人民币)	12.72	12.88	11.31	12.99	14.54
同比变动	29.5%	1.2%	-12.2%	14.9%	11.9%
基于303.2港元的市盈率(估)	20.3	20.0	22.8	19.8	17.7
基于303.2港元的市净率(估)	3.5	3.1	3.1	3.1	3.1
净利率	33.2%	40.7%	15.5%	20.6%	20.9%

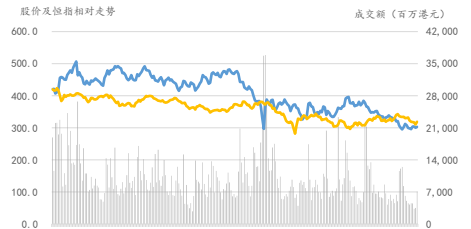
数据来源：公司资料，安信国际证券研究预测

投资评级: 买入
目标价格: 400.0
现价(2022-8-17): 303.2 港元

总市值(亿港元)	29194
流通市值(亿港元)	29194
总股本(百万股)	9628.6
流通股本(百万股)	9628.6
12个月低/高(港元)	295.0/506.7
平均成交(百万港元)	10130.1

股东结构	
MIH	28.8%
马化腾	8.4%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.4	-10.3	-7.7
绝对收益	-8.8	-11.3	-30.3

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 TMT 行业分析师

+852-2213 1400

alexwang@eif.com.hk

附表：财务报表预测

损益表						财务分析				
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>										
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	482,064	560,118	562,701	608,565	668,905	盈利能力				
毛利	221,532	245,944	237,564	261,597	287,685	毛利率 (%)	46.0%	43.9%	42.2%	43.0%
其他业务净额	57,131	149,467	27,223	29,442	32,361	EBITDA 利率 (%)	35.4%	60.9%	33.8%	37.2%
销售及管理费用	-101,383	-130,441	-143,639	-130,841	-143,815	净利率 (%)	33.2%	40.7%	15.5%	20.6%
营运收入	177,280	264,970	121,148	160,198	176,231	营运表现				
财务开支	-7,887	-7,114	-7,702	-7,702	-7,702	销售及管理费用/收入 (%)	21.0%	23.3%	25.5%	21.5%
联营公司等	130,778	105,709	88,190	125,667	139,633	实际税率 (%)	11.1%	8.2%	18.9%	15.0%
税前盈利	180,022	248,062	107,711	147,408	164,293	股息支付率 (%)	7.1%	7.9%	7.9%	7.9%
所得税	-19,897	-20,252	-20,377	-22,111	-24,644	ROA	14.0%	15.3%	5.0%	6.5%
净利润	160,125	227,810	87,334	125,297	139,649	ROE	25.2%	27.2%	8.7%	10.8%
少数股东应占利润	278	2,988	2,153	3,089	3,443	应收账款天数	56.4	65.2	76.0	73.4
本公司股东应占利润	159,847	224,822	85,181	122,208	136,206	应付账款天数	221.0	222.0	222.0	222.0
折旧及摊销	-50,531	-59,927	-55,392	-52,544	-50,821	财务状况				
利息收入	6,957	6,650	7,937	8,584	9,435	总负债/总资产	0.42	0.46	0.41	0.39
EBITDA	170,680	341,341	190,212	226,414	240,725	收入/净资产	0.62	0.64	0.52	0.51
增长						经营性现金流/收入	0.45	0.53	0.26	0.30
总收入 (%)	27.8%	16.2%	0.5%	8.2%	9.9%	税前盈利对利息倍数	21.64	47.98	24.70	29.40
归母净利润 (%)	71.3%	40.6%	-62.1%	43.5%	11.5%	有息负债/总负债	22.8%	21.2%	20.9%	20.2%
资产负债表						现金流量表				
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>				
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 预测	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金	223,805	254,255	505,865	619,437	745,185	EBITDA	170,680	341,341	190,212	226,414
应收账款	85,302	114,721	119,654	125,081	131,050	净融资成本	930	464	-236	-882
存货	814	1,063	1,169	1,286	1,415	营运资金变化	4,102	10,841	5,908	6,498
其他流动资产	7,726	114,773	114,773	114,773	114,773	所得税	-19,897	-20,252	-20,377	
总流动资产	317,647	484,812	741,462	860,577	992,422	其他	59,873	-33,352	-27,109	
固定资产	94,385	106,550	140,558	158,050	174,172	营运现金流	215,688	299,042	148,398	
无形资产	159,437	171,376	89,804	79,769	72,826	资本开支	-60,000	-60,000	-60,000	
长期投资	297,609	316,574	316,574	316,574	316,574	其他投资活动	6,953	5,393	7,937	
银行存款及其他	456,698	526,438	526,438	526,438	526,438	投资活动现金流	-53,047	-54,607	-52,063	
总资产	1,333,425	1,612,364	1,821,451	1,948,022	2,089,046	负债变化	104,353	-47,238	0	
应付账款	148,338	170,052	180,999	193,041	206,287	股本变化	13,112	18,106	0	
短期银行借款	14,242	19,003	19,003	19,003	19,003	股息	-11,378	-17,715	-6,712	
其他短期负债	106,499	214,043	214,043	214,043	214,043	其他融资活动	-5,013	-11,594	-8,840	
总短期负债	269,079	403,098	414,045	426,087	439,333	融资活动现金流	101,074	-58,441	-15,551	
长期银行借款	112,145	136,936	136,936	136,936	136,936	现金变化	263,715	185,995	80,784	
其他负债	286,303	332,573	332,573	332,573	332,573	期初持有现金	132,991	152,798	338,793	
总负债	555,382	735,671	746,618	758,660	771,906	汇兑变化	0	0	0	
少数股东权益	74,059	70,394	70,394	70,394	70,394	期末持有现金	396,706	338,793	419,576	
股东权益	778,043	876,693	1,074,833	1,189,362	1,317,141					
每股账面值(摊薄)	80.63	91.21	111.82	123.73	137.03					
营运资产	48,568	81,714	327,417	434,490	553,089					

资料来源：公司公告、安信国际证券研究预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010