

买入

2022年8月19日

持续聚焦运营降本增效，视频号货币化蓄势待发

► **2022Q2 业绩好于市场预期：**2022Q2 公司录得收入 1340 亿元人民币，同比下降 3%。归母净利润录得 192 亿元人民币，同比下降 55%。扣除股非现金股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non GAAP 归母净利润录得 281 亿元人民币，同比下降 17%。

► **游戏板块持续承压：**受大型游戏发布数量下降、用户消费减少和未成年保护政策影响，2022Q2 游戏业务录得收入 425 亿元人民币，同比下降 1%。手游包括和不包括社交收入的增速分别为-2%和-3.4%。根据公司披露的资料，截至 Q2 的递延收入总额为 938 亿元人民币，较 Q1 的 1015 亿元人民币环比有所下降。

► **广告业务持续下滑，期待视频号货币化：**Q2 广告业务录得 186 亿元人民币，同比下降 18%，主要因为互联网服务、教育和金融得广告需求疲软。社交广告同比下降 17%至 161 亿元人民币。媒体广告收入录得 25 亿元人民币，同比下降 25%。公司表示视频号广告收入增长将比朋友圈更快，目前视频浏览量同比增长 200%以上，eCPM 未来可追赶中国两大短视频平台。

► **金融科技与企业服务增长受疫情影响：**Q2 金融科技及企业服务录得收入 422 亿元人民币，同比增长 1%。增速放缓主要体现了四月和五月疫情对支付交易金额的影响。另外，企业服务收入有所下降，主要是公司继续降本增效，主动减少亏损合同。

► **海外游戏收入进入后疫情时代：**Q2 本土游戏收入为 318 亿元人民币，同比下降 1.1%。其中，《和平精英》、《穿越火线手游》和《DnF》等游戏收入均出现季节性下降。国际游戏收入为 107 亿元人民币，同比下降 1.4%，海外游戏本季度占公司游戏收入 34%。海外游戏增速放缓主要是因为《VALORANT》和《PUBG》手游收入减少。

► **下调目标价至 450 港元，买入评级：**综合分析，鉴于疫情所导致的宏观影响以及海外业务放缓，我们下调公司各项业务收入预期。长期仍然看好公司各项业务在未来的发展，收入和经营利润预测采用 2022 年的预测数据，计算得出目标价为 450 港元，较上一收盘价有 43.9%上升空间，维持买入评级。

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	312.6 港元
目标价	450 港元 (+43.9%)
股票代码	700
已发行股本	96.2 亿股
市值	3.01 万亿港元
52 周高/低	511.8/288 港元
每股净资产	97.91 元人民币
主要股东	Naspers Ltd (28.79%) 马化腾 (7.38%) Vanguard (2.45%) Blackrock (2.18%) 富达 (1.11%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	20年实际	21年实际	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (人民币百万元)	482,064	560,118	575,990	644,550	725,980
变动	27.77%	16.19%	2.83%	11.90%	12.63%
经调整净利润	122,742	123,788	117,059	142,095	164,604
变动	30.09%	0.85%	-5.44%	21.39%	15.84%
经调整每股盈利 (人民币元)	12.69	12.77	12.06	14.57	16.77
变动	30.42%	0.61%	-5.53%	20.79%	15.13%
股息	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
市盈率312.6港元 (估)	21.29	21.16	22.40	18.54	16.10

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

业绩概览：2022Q2 业绩好于市场预期

2022Q2 公司录得收入 1340 亿元人民币，同比下降 3%。归母净利润录得 192 亿元人民币，同比下降 55%。扣除股非现金股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non GAAP 归母净利润录得 281 亿元人民币，同比下降 17%。

2022Q2 增值服务业务收入录得人民币 717 亿元，同比保持稳定。

(1) 2022Q2 社交网络收入同比增长 0.6% 到 292 亿，主要是视频号直播服务和数字内容订购服务收入增加，但部分被音乐和游戏直播收入减少所抵消。截至 Q2 结束，付费增值账户总数为 2.35 亿，同比增长 2.3%，环比下降 1.8%。腾讯视频付费会员数录得 1.22 亿，音乐会员数增长至 8300 万。

(2) **游戏业务 Q2 受到大型游戏发布数量下降、用户消费减少、以及未成年保护政策影响。2022Q2 游戏业务录 425 亿元人民币，同比下降 1%，环比下降 2.5%。增长主要来自于《金铲铲之战》、《英雄联盟手游》和《重返帝国》，但部分被《王者荣耀》、《天涯明月刀手游》和《英雄联盟》的收入下降所抵消。Q2 PC 游戏收入为 116 亿元人民币，同比增长 5%。**

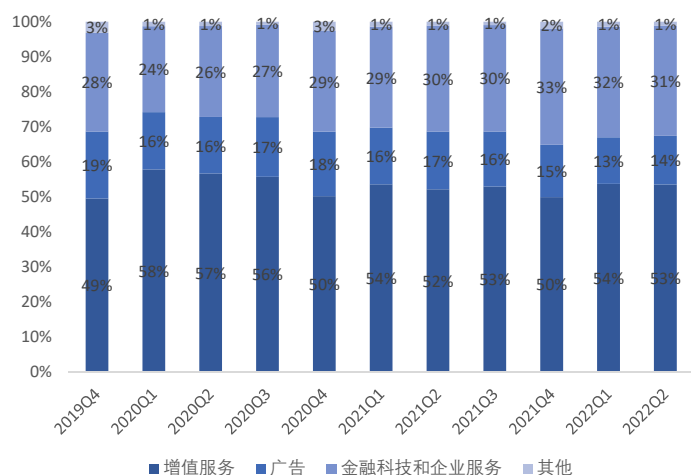
2022Q2 金融科技和企业服务收入录得 422 亿元人民币，同比增长 0.8%，增速放缓主要体现了四月和五月疫情对支付交易金额的影响。另外，企业服务收入有所下降，主要是公司继续降本增效，主动减少亏损合同。

2022Q2 网络广告业务录得收入 186 亿元，同比下降 18%，主要因为互联网服务、教育和金融的广告需求疲软。其中，四月和五月受新一轮疫情冲击影响较大，六月则因各大电商平台促销开始逐步恢复。社交及其他广告收入实现人民币 161 亿元，同比下降 17%，主要由于广告需求疲软所导致的 eCPM 下滑。媒体广告收入实现 25 亿元，同比下降 25%，主要因为腾讯视频和腾讯新闻的广告收入减少。

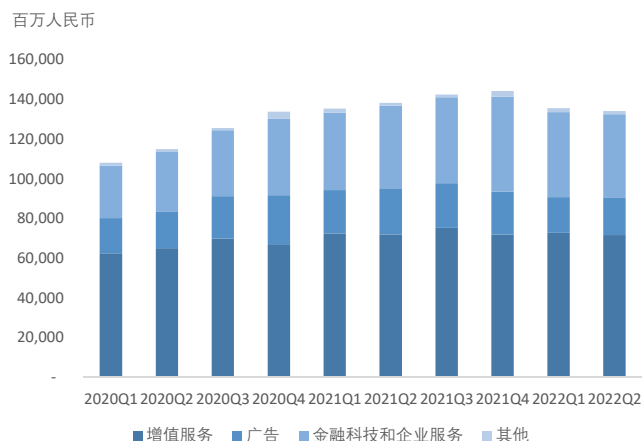
2022Q2 毛利率为 43.2%，同比下降 2.2 个百分点，环比上升 1 个百分点。其中增值服务毛利率环比上升 0.2 个百分点至 50.6%，主要由于视频号直播相关的分成以及《VALORANT》电子竞技赛事和服务器带宽成本增加，部分被音乐和游戏直播分成减少所抵消。广告毛利率环比上升 3.9 个百分点至 40.6%，主要因为内容成本减少，部分被视频号相关成本增加所抵消。金融科技与企业服务毛利率环比上升 1.8 个百分点至 33.3%，主要因为主动减少亏损的云项目。

2022Q2 销售及市场推广开支环比下降 21% 至人民币 79 亿元，反映了公司对营销活动指出的严格把控。Q2 销售开支占同期收入百分比为 5.9%，同比减少 1.3 个百分点，环比持平。2022Q2 行政开支环比下降 0.6% 至人民币 112 亿元，主要来自于人员优化并控制了雇员成本。截至 2022Q2 结束，公司共拥有 11 万名员工，环比减少 4.7%。2022Q2 研发费用为 150 亿元人民币，同比增长 17%。

图表 1：公司收入结构



图表 2：公司季度收入增长（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：公司毛利率水平

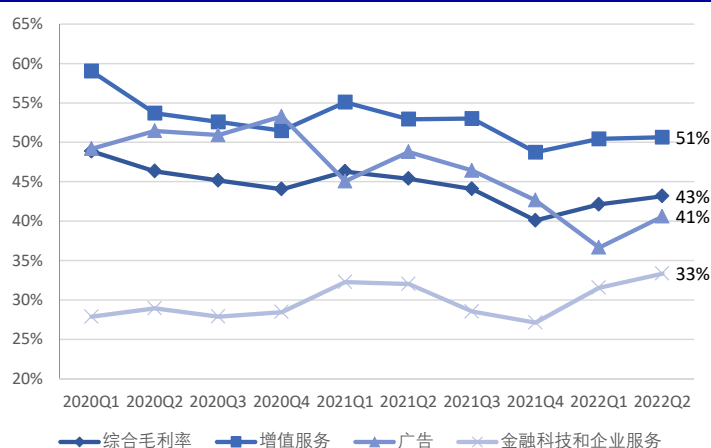


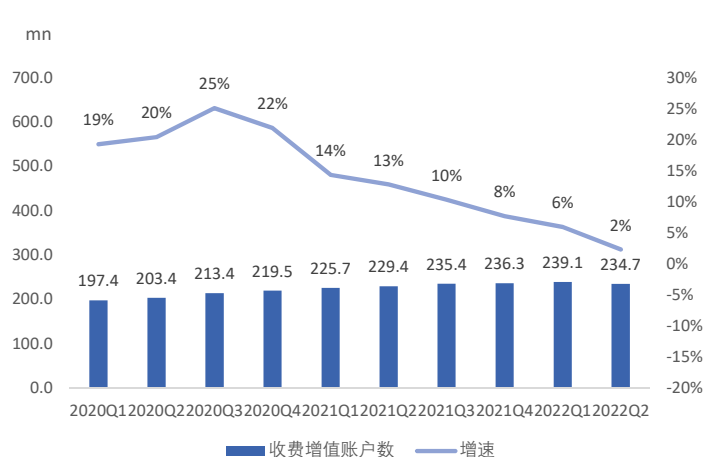
图 4：经调整归母净利润（百万元）



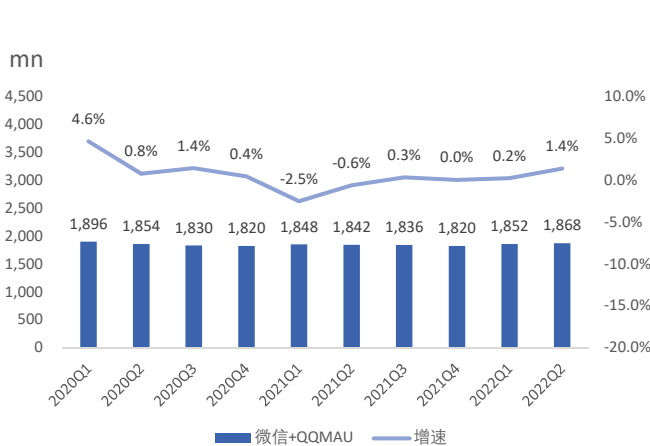
资料来源：公司资料、第一上海整理

资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 5：增值服务账户数（百万）



图表 6：微信和 QQ MAU（百万）



资料来源：公司资料、第一上海整理

资料来源：公司资料、第一上海整理

海外游戏收入受后疫情影响

2022Q2，游戏业务录得收入 425 亿元人民币，同比下降 1%。手游包括和不包括社交收入的增速分别为-2%和-3.4%，继续出现同比下滑。

PC 游戏录得收入 116 亿元人民币，同比增长 5.5%。公司的 PC 手游结构变化基本符合整个市场的结构变化，PC 游戏占比继续缩小。

本季度，本土游戏收入为 318 亿元人民币，同比下降 1.1%。国际游戏收入为 107 亿元，同比下降 1.4%。国际游戏收入本季度占游戏收入 25%，环比略微回升。

截至 Q2 的递延收入总额为 938 亿元人民币，较 Q1 的 1015 亿元人民币环比下降 8%。

下调目标价至 450 港元，买入评级

综合分析，鉴于疫情所导致的宏观影响以及海外业务放缓，我们下调公司各项业务收入预期。长期仍然看好公司各项业务在未来的发展。持股公司估值采用公司披露的截至 2022 年 6 月 30 日的市值数据，并作 0.8 的折扣系数。收入和经营利润预测采用 2022 年的预测数据，计算得出目标价为 450 港元，较上一收盘价有 43.9% 的上升空间，维持买入评级。

图表 7：分部估值结果

2022	增值服务	广告业务	金融科技和企业服务	其他业务
收入（百万）	299,183	80,970	187,824	7,966
预计经营利润率	31.9%	21.4%	14.7%	-10.5%
分部经营利润（百万）	95,438	17,296	27,630	-835
经营利润（百万）	139,530			
分部平均估值中枢	PE:10X	PE:10X	PS:11X	
估值结果	963,927	172,959	2,158,093	
核心业务总估值（百万）	3,294,979			
SOTP调整系数		1.0		
调整后总估值（百万）	3,294,979			
主要持股公司合计市值（0.8折扣系数）				481,600
总估值（百万）	3,776,579			
摊薄后股份数（百万）	9,715			
每股目标价（人民币）	389			
HKD/RMB	0.86			
每股目标价（港元）	450			

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

损益表					
<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
收入	482,064	560,118	575,990	644,550	725,980
毛利	221,532	245,944	248,270	282,210	319,346
其他业务净额	57,131	149,467	27,660	21,255	23,940
销售及管理费用	(101,383)	(130,441)	(144,539)	(143,311)	(154,150)
营运收入	177,280	264,970	131,392	160,154	189,136
财务开支	(7,887)	(7,114)	(7,880)	(8,699)	(9,798)
联营公司等	130,778	105,709	90,923	126,805	151,574
税前盈利	180,022	248,062	110,702	139,361	165,716
所得税	(19,897)	(20,252)	(20,951)	(26,750)	(31,809)
净利润	160,125	227,810	89,751	112,611	133,907
少数股东应占利润	278	2,988	2,418	3,578	4,255
本公司股东应占利润	159,847	224,822	87,333	109,033	129,652
折旧及摊销	47,196	53,411	57,862	62,619	66,377
EBITDA	260,862	317,268	164,452	224,340	274,333
增长					
总收入 (%)	27.8%	16.2%	2.8%	11.9%	12.6%
EBITDA (%)	55.3%	21.6%	-48.2%	36.4%	22.3%

资产负债表					
<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
现金	152,798	167,966	221,950	309,303	424,007
应收账款	44,981	49,331	51,798	54,387	57,107
存货	814	1,063	1,169	1,286	1,415
其他流动资产	119,054	266,452	266,452	266,452	266,452
总流动资产	317,647	484,812	541,368	631,429	748,981
固定资产	59,843	61,914	72,703	80,723	86,683
无形资产	159,437	171,376	184,292	195,286	204,646
长期投资	305,258	323,188	323,188	323,188	323,188
银行存款及其他	491,240	571,074	579,507	587,874	596,176
总资产	1,333,425	1,612,364	1,701,058	1,818,499	1,959,674
应付账款	44,981	49,331	51,798	54,387	57,107
短期银行借款	14,242	19,003	19,003	19,003	19,003
其他短期负债	209,856	334,764	346,556	364,207	384,191
总短期负债	269,079	403,098	417,356	437,598	460,301
长期银行借款	9,254	5,912	5,912	5,912	5,912
其他负债	546,128	729,759	744,017	764,259	786,962
总负债	555,382	735,671	749,929	770,171	792,874
少数股东权益	74,059	70,394	72,812	76,390	80,644
股东权益	778,043	876,693	951,129	1,048,328	1,166,800
每股账面值(摊薄)	80	90	98	107	119
营运资产	48,568	81,714	124,012	193,831	288,680

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	45.95%	43.91%	43.10%	43.78%	43.99%
EBITDA 利率 (%)	54.11%	56.64%	28.55%	34.81%	37.79%
净利率 (%)	33.22%	40.67%	15.58%	17.47%	18.44%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	21.03%	23.29%	25.09%	22.23%	21.23%
实际税率 (%)	11.05%	8.16%	18.93%	19.19%	19.19%
股息支付率 (%)	9.50%	6.78%	17.54%	14.13%	11.91%
应收账款天数	56.4	65.2	75.6	75.1	68.6
应付账款天数	192.1	184.9	200.7	198.7	185.6
财务状况					
总负债/总资产	0.42	0.46	0.44	0.42	0.40
收入/净资产	0.62	0.64	0.61	0.61	0.62
经营性现金流/收入	0.40	0.31	0.28	0.30	0.30
税前盈利对利息倍数	22.83	34.87	14.05	16.02	16.91

现金流量表					
<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
EBITDA	260,862	317,268	164,452	224,340	274,333
净融资成本	(1,299)	(930)	(464)	249	654
营运资金变化	27,423	891	11,685	17,535	19,855
所得税	(20,322)	(28,526)	(38,157)	(28,699)	(32,325)
其他	(72,545)	(113,517)	21,533	(21,314)	(43,114)
营运现金流	194,119	175,186	159,050	192,111	219,403
资本开支	71,218	63,040	90,000	90,000	90,000
其他投资活动	(253,173)	(241,589)	(171,871)	(170,647)	(169,465)
投资活动现金流	(181,955)	(178,549)	(81,871)	(80,647)	(79,465)
负债变化	5,054	55,674	0	0	0
股本变化	1,716	1,043	0	0	0
股息	15,184	15,245	15,315	15,411	15,435
其他融资活动	(8,307)	(50,342)	(38,511)	(39,522)	(40,669)
融资活动现金流	13,647	21,620	(23,196)	(24,110)	(25,233)
现金变化	25,811	18,257	53,983	87,354	114,704
期初持有现金	132,991	152,798	167,966	221,950	309,303
汇兑变化	(6,004)	(3,089)	0	0	0
期末持有现金	152,798	167,966	221,950	309,303	424,007

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。