

腾讯控股 (700 HK)

降本增效渐见效果，利好因素正在增多

2Q22 业绩优于预期

2Q22 收入为 1,340.34 亿元人民币（下同），同比略降 3%，符合我们预期；毛利率为 43.2%，同比下降 2.2 个百分点，环比改善 1.1 个百分点；研发投入保持高位，占收入比重同比提升 1.9 个百分点至 11.2%；净利润同比下降 56%至 186.2 亿元；非国际财务报告准则净利润同比下降 17%至 281.4 亿元，但环比实现增长 10%，高于彭博一致预期，主要由于公司收紧营销开支及削减运营费用。

视频号开启信息流广告变现，预期网络广告业务增长将逐步恢复

2Q22 网络广告收入同比下降 18%至 186 亿元，主要受互联网服务、教育及金融领域需求疲软影响。其中，4 月及 5 月受冲击较大，部分冲击被合并搜狗带来的广告收入所抵消。视频号发展势头强劲，视频播放量同比增长超 200%，基于人工智能推荐的视频播放量同比增长超 400%，日活创作者数和日均视频上传量同比增长超 100%，为变现奠定了基础。公司于 7 月 18 号在视频号正式上线了信息流广告，首批投放品牌包括宝马、阿玛尼美妆、伊利，将在考虑用户体验的情况下逐步拓宽变现；并在微信朋友圈推出了出框式广告，均有助网络广告市占率提升。

商业支付金额增速正在恢复，企业服务战略调整渐见成效

2Q22 金融科技及企业服务收入同比增长 1%至 422 亿元，增速放缓，主要由于新一轮疫情影响了商业支付金额及公司主动缩减亏损的企业服务项目。商业支付金额增速因为疫情自 4 月放缓至低个位数，但自 6 月已恢复至 10%以上。企业服务业务因战略上主动缩减亏损项目而同比略有下降，但因此云项目部署成本减少，令金融科技及企业服务业务毛利率同比及环比均实现提升。

游戏业务短期仍存压力，期待版号获批

2Q22 本土市场游戏收入同比下降 1%至 318 亿元，主要受大型游戏发布数量下降、用户消费减少及未成年人保护措施影响。预期未成年人保护措施的影响将于 2H22 全面消化。用户消费亦受宏观影响，预期短期仍存压力。游戏版号于 4 月重启发放后，公司尚未有版号获批，短期内新游数量有限；但版号审批已恢复常态，公司游戏版号获批指日可待。国际市场游戏收入同比增长下降 1%至 107 亿元，或以固定汇率计算大致稳定，主要由于国际游戏行业在疫情后出现正常下滑，疫情对全球玩家的消费能力和意愿亦造成了消极影响。考虑到国际形势复杂、游戏出海已成趋势加剧了海外竞争、海外买量成本攀升、宏观经济影响消费等因素，我们预期短期内公司国际市场游戏收入难恢复高速增长，但可期待其于明年及之后于国际市场推出更多大预算游戏后的表现。尽管公司游戏收入同比略有下降，但表现已超出市场整体水平（Sensor Tower 数据显示 1H22 全球手游收入同比下降 6.6%至 412 亿美元；游戏工委数据显示 1H22 中国游戏市场销售收入同比下降 1.8%至 1,478 亿元，其中 2Q22 同比下降 7.0%至 683 亿元），反映公司产品及运营均具竞争力。

略微上调目标价至 414.00 港元，上调至“买入”评级

我们预期游戏业务短期仍存挑战，金融科技及企业服务将可逐渐向好，网络广告业务仍会受到宏观环境影响，但会因监管环境趋稳、经济逐步恢复、变现途径拓宽等因素逐步改善。此外，公司业务调整及成本控制措施有望支持利润率持续环比改善。我们调整盈利预测，预期 22/23 年非国际财报准则 EPS 分别为 12.43/13.05 元，并滚动至以 28 倍 23 年目标 PE 进行估值，相应略微上调目标价至 414.00 港元，潜在升幅达 36.5%，上调至“买入”评级。

更新报告

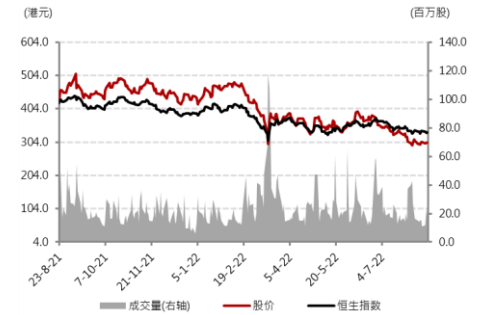
评级：买入

目标价：414.00 港元

股票资料（更新至 2022 年 8 月 17 日）

现价	303.20 港元
总市值	29,162.39 亿港元
流通股比例	62.46%
已发行总股本	9,618.20 百万
52 周价格区间	288.00-513.45 港元
3 个月日均成交额	8,389.78 百万港元
主要股东	NASPERS（占 28.79%）
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20220519 - 腾讯控股 (700 HK) 更新报告：预期疫情及业务调整令 2Q22 业绩继续承压，情况或于下半年逐步改善

20220328 - 腾讯控股 (700 HK) 更新报告：短期业绩承压，回购提振信心，中长期向好

分析师

秦越，CFA

+852 2359 1871

angela.qin@ztsc.com.hk

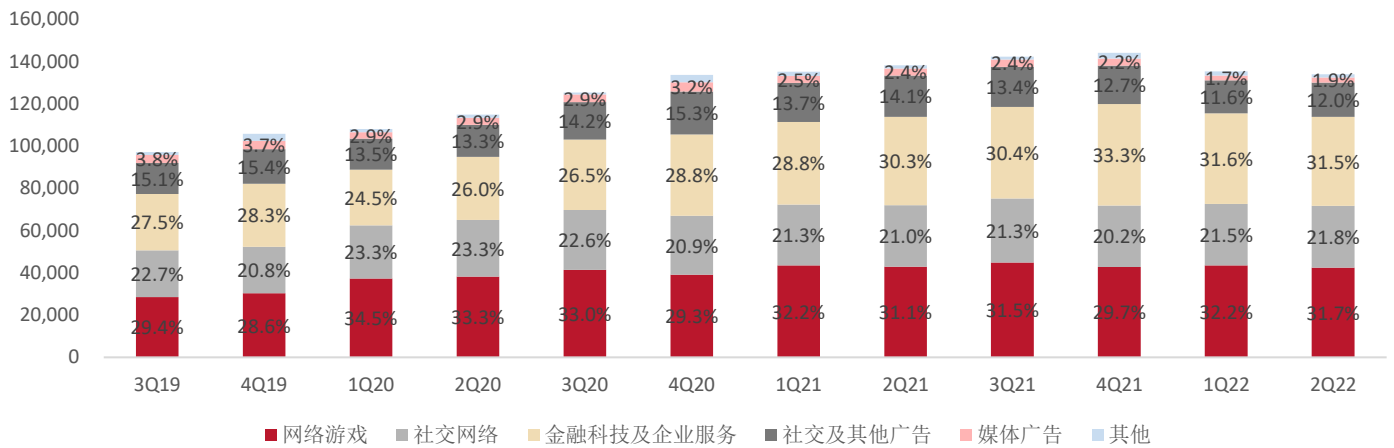
风险提示：（一）新游戏及海外拓展不及预期；（二）经济增长放缓；（三）政策风险

主要财务数据（十亿人民币）（估值更新至 2022 年 08 月 17 日）

年结:12 月 31 日	19A	20A	21A	22E	23E
收入	377	482	560	567	614
增长率	20.7%	27.8%	16.2%	1.3%	8.2%
非国际财报准则净利润	94	123	124	119	125
增长率	21.8%	30.1%	0.9%	-4.2%	5.0%
非国际财报准则 EPS (人民币元)	9.97	12.93	12.99	12.43	13.05
市盈率	34.1	28.2	15.8	21.5	20.5
每股净资产 (人民币元)	45.06	72.95	83.16	94.67	114.42
市净率	7.4	6.5	4.4	2.8	2.3

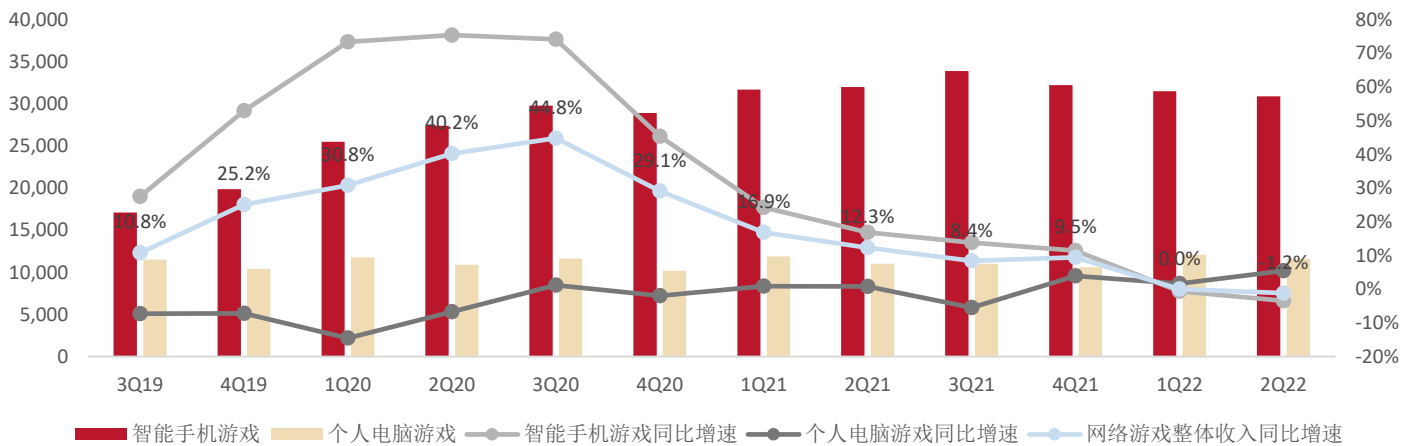
来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1：收入及收入结构变化（百万人民币）



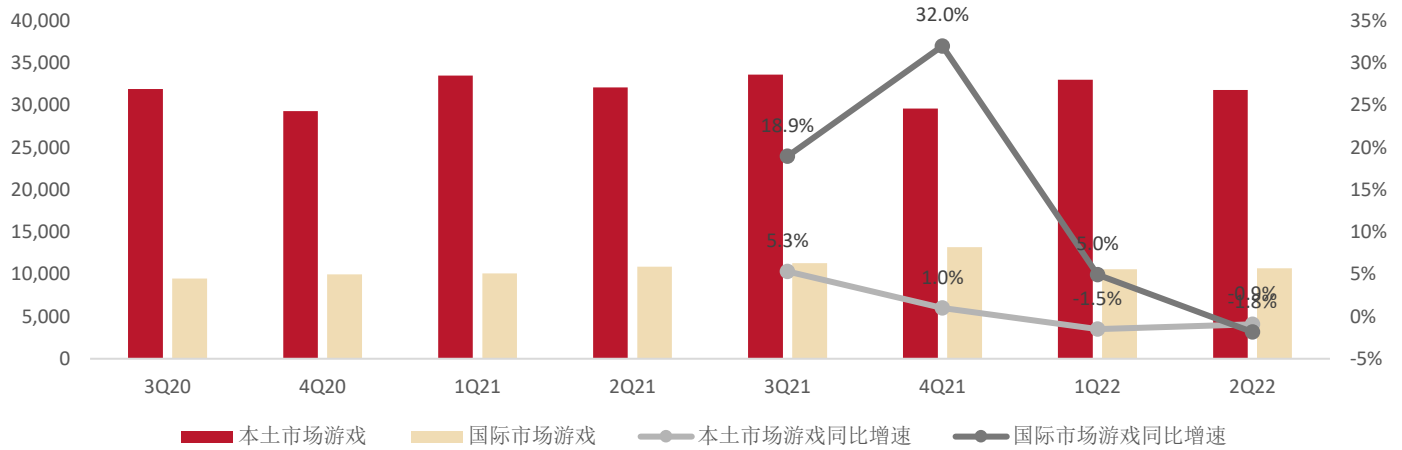
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：网络游戏业务收入变化（百万人民币）



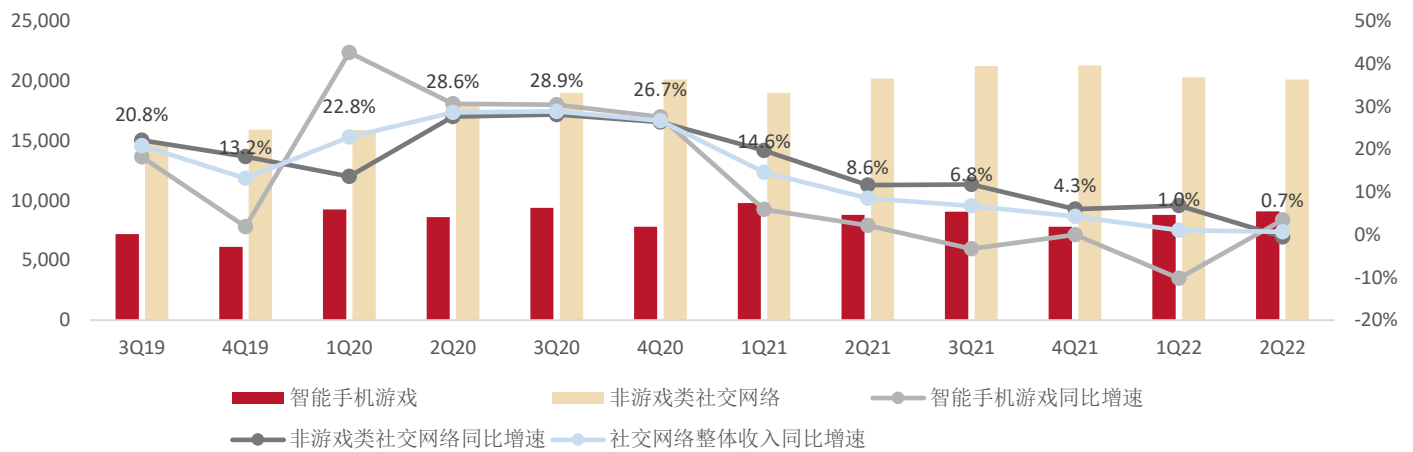
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3: 网络游戏业务收入变化 (百万人民币)



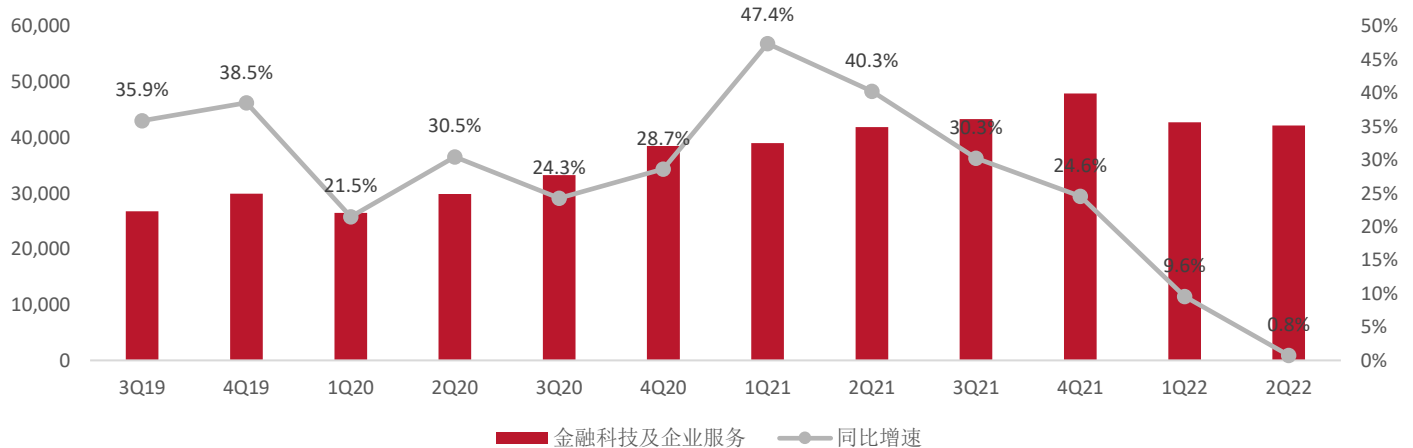
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 社交网络业务收入变化 (百万人民币)



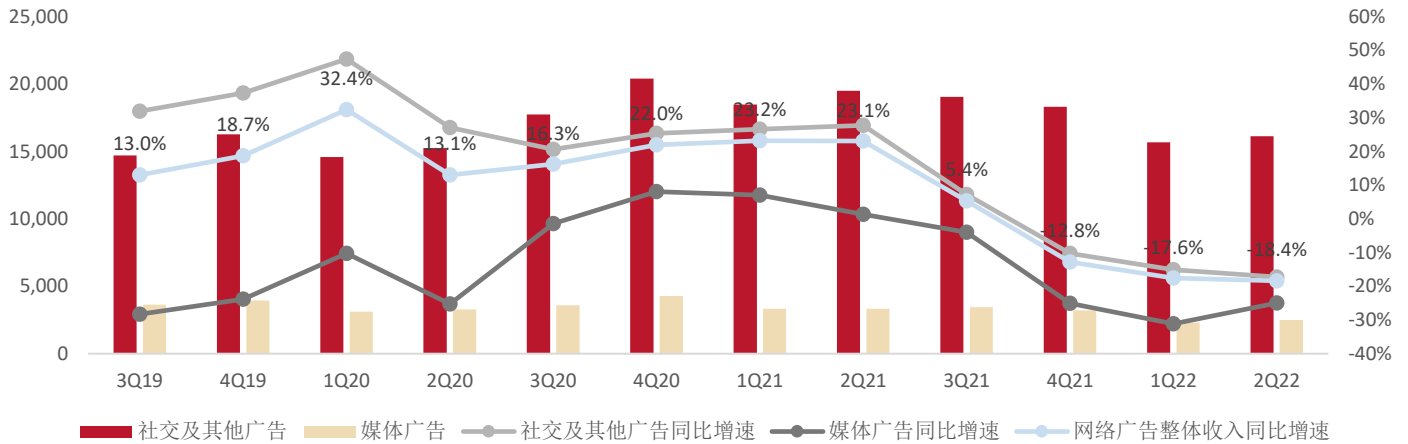
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 金融科技及企业服务收入变化 (百万人民币)



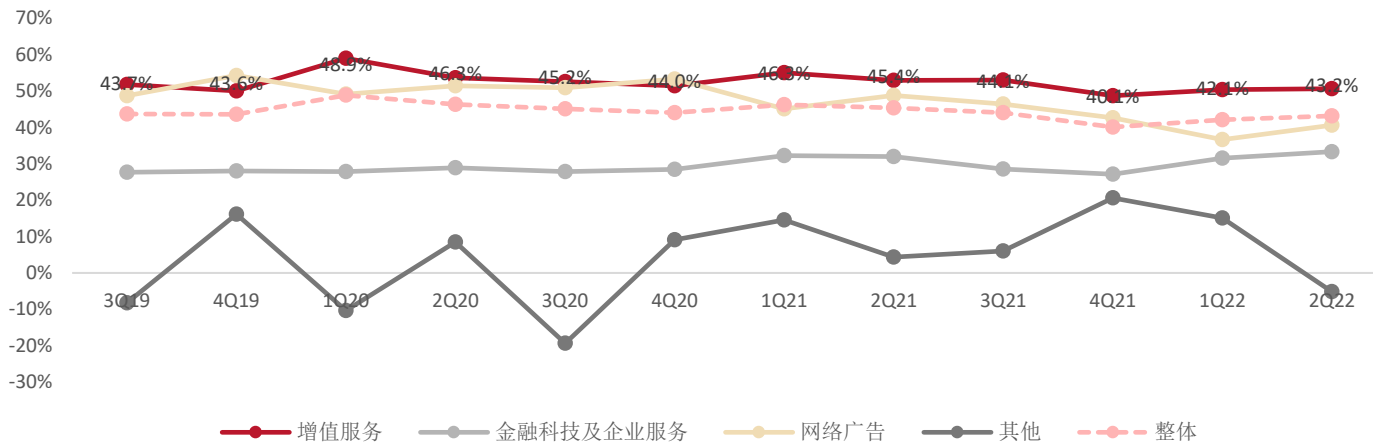
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 网络广告业务收入变化 (百万人民币)



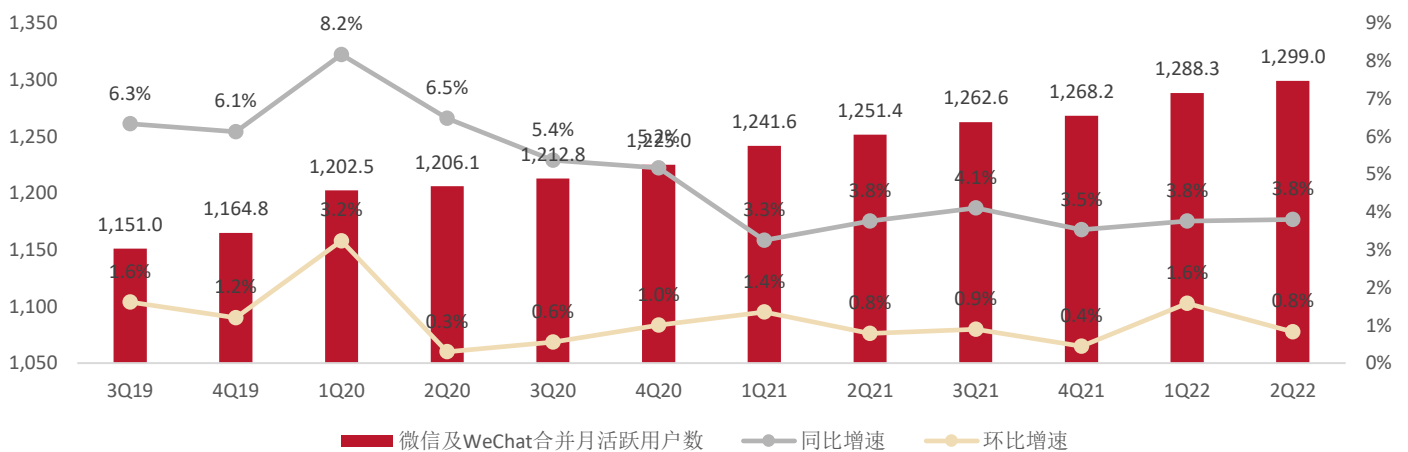
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 7: 各项业务及整体毛利率变化



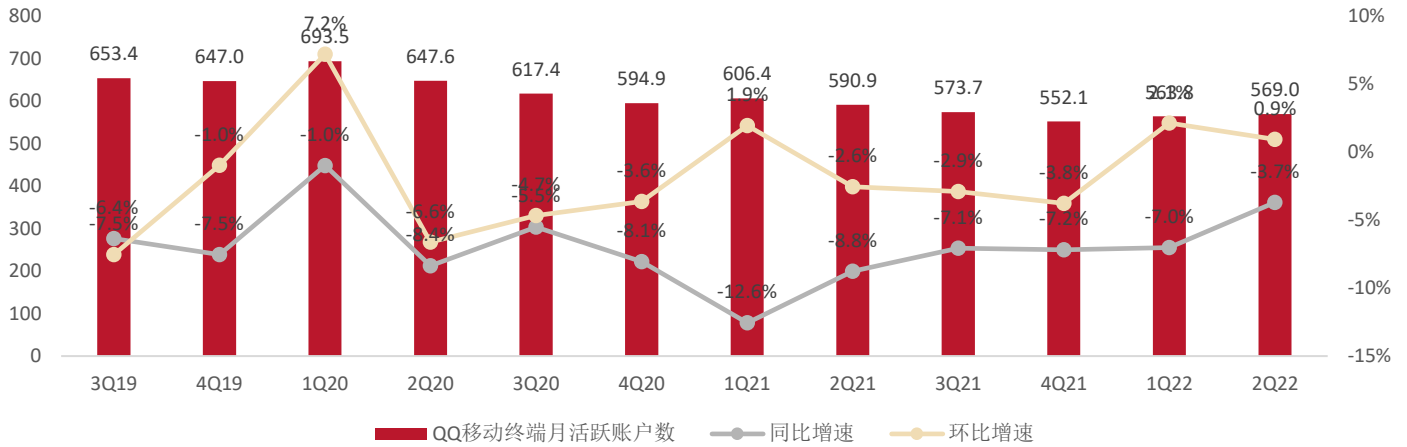
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 8: 微信及 WeChat 合并月活跃用户数 (百万)



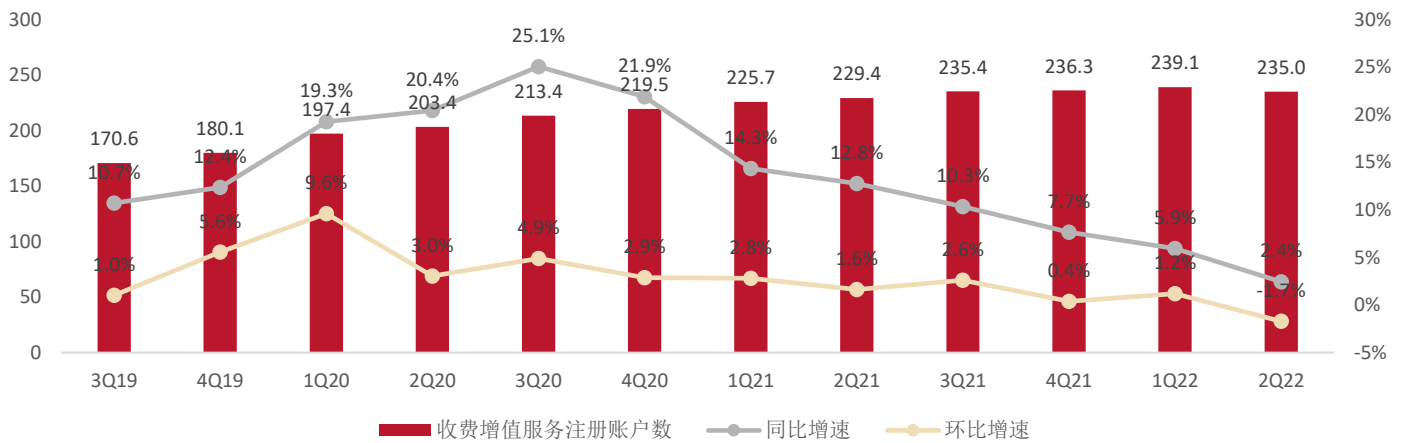
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 9: QQ 移动终端月活跃账户数变化 (百万)



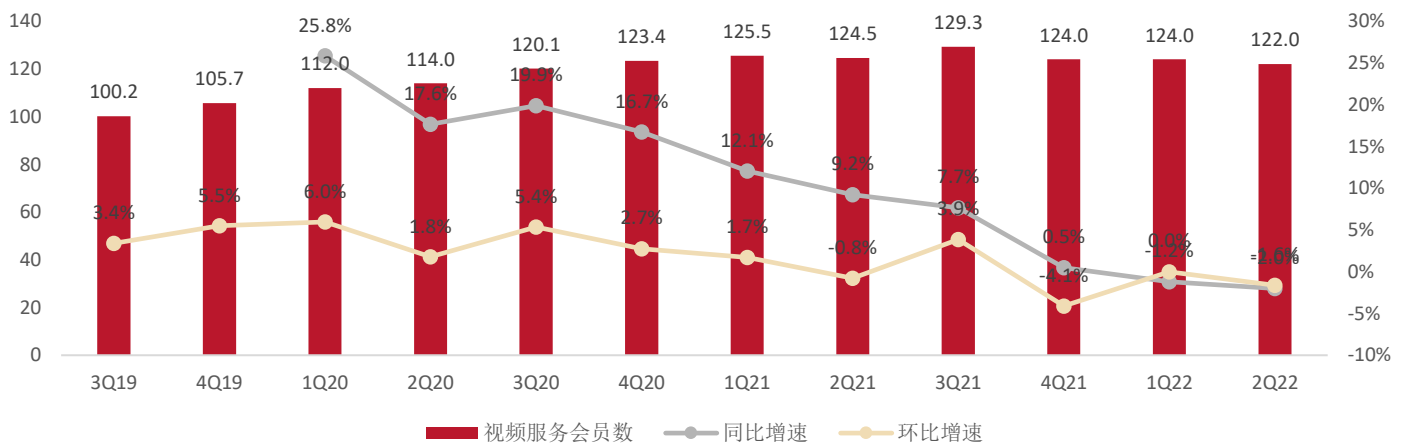
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 10: 收费增值服务注册账户数变化 (百万)



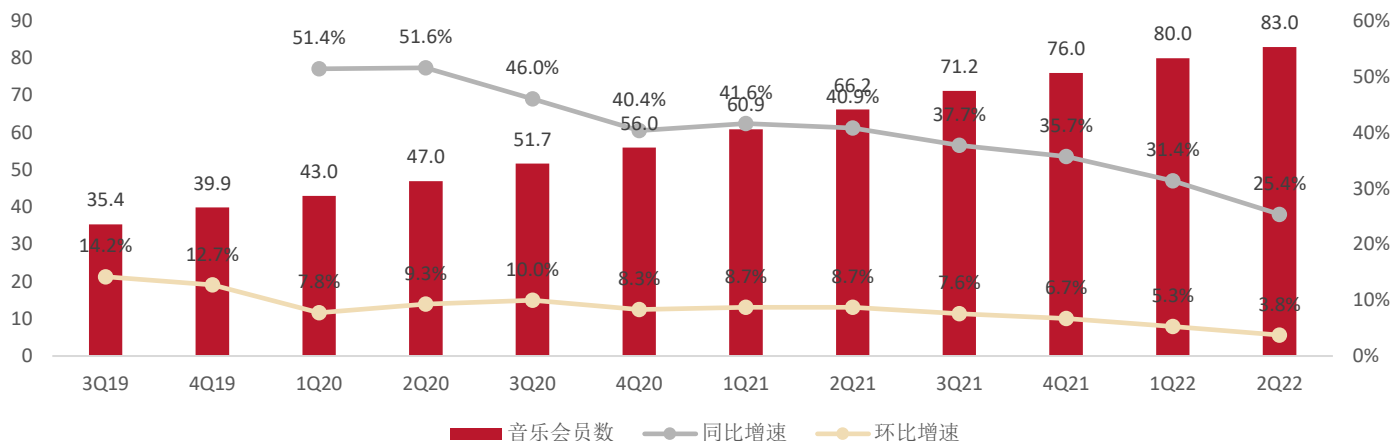
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 11: 视频服务会员数变化 (百万)



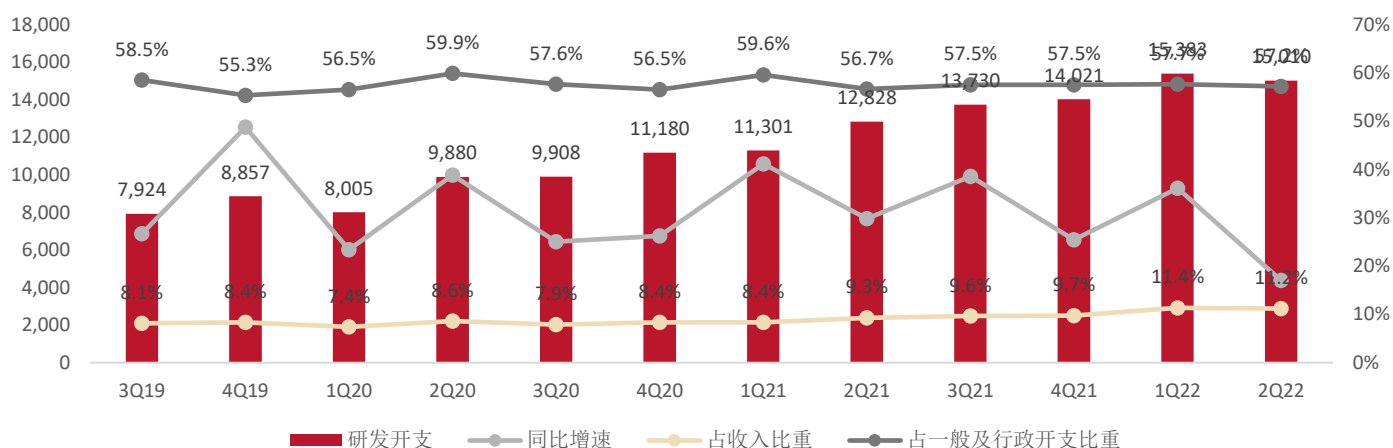
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 12: 音乐会员数变化 (百万)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 13: 研发开支变化 (人民币百万元)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

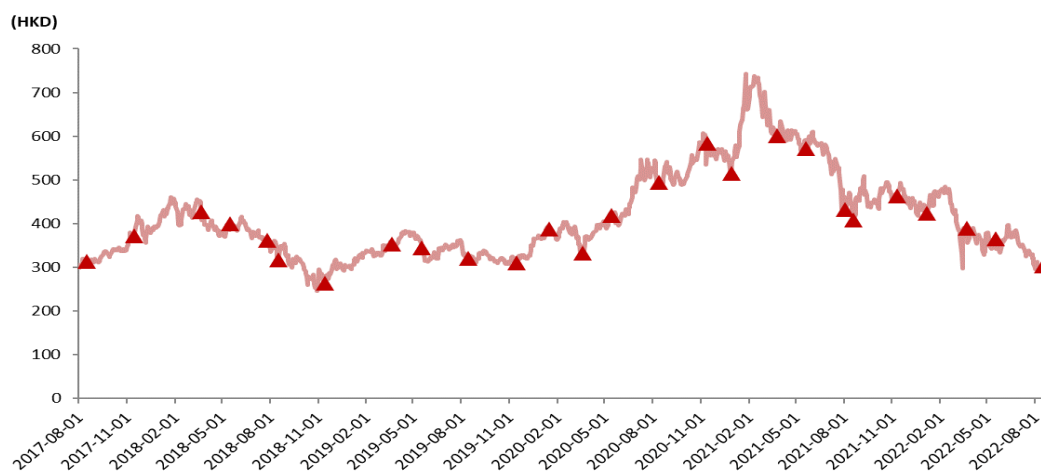
图表 14: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 十亿人民币)

利润表	19A	20A	21A	22E	23E	现金流量表	19A	20A	21A	22E	23E
收入	377	482	560	567	614	年度盈利	96	160	228	96	168
销售成本	-210	-261	-314	-325	-347	所得税项开支	14	20	20	21	37
毛利	168	222	246	242	267	折旧及摊销	45	51	58	63	63
利息收入	6	7	7	7	7	运营资金变动	15	27	1	22	23
其他收益净额	20	57	149	29	90	其他	-21	-64	-131	2	-33
销售及市场推广开支	-21	-34	-41	-33	-35	经营活动所得现金净额	149	194	175	205	258
一般行政开支	-53	-68	-90	-109	-117	购买物业、机器及设备	-23	-34	-29	-31	-30
经营盈利	119	184	272	135	212	其他	-93	-148	-149	-7	0
财务成本净额	-8	-8	-7	-8	-8	投资活动所耗现金净额	-116	-182	-179	-38	-31
分占联营公司及合营公司亏损	-2	4	-16	-11	0	已付股息	-9	-11	-14	-19	-8
除税前盈利	109	180	248	117	204	其他	11	25	36	-8	-8
所得税开支	-14	-20	-20	-21	-37	融资活动所耗现金净额	2	14	22	-26	-16
期内盈利	96	160	228	96	168	年初的现金及现金等价物	98	133	153	168	309
净利润	93	160	225	94	165	现金及现金等价物增加净额	34	26	18	141	211
非国际财报准则净利润	94	123	124	119	125	年末现金及现金等价物	133	153	168	309	520
资产负债表	19A	20A	21A	22E	23E	重要指标	19A	20A	21A	22E	23E
总资产	954	1,333	1,612	1,636	1,864	<u>增长率</u>					
流动资产	254	318	485	526	749	收入	20.7%	27.8%	16.2%	1.3%	8.2%
应收账款	36	45	49	54	64	毛利	17.9%	32.2%	11.0%	-1.5%	10.0%
预付款按金及其他资产	28	40	65	63	65	经调整 EBITDA	24.6%	24.4%	6.3%	1.6%	7.1%
现金及现金等价物	133	153	168	309	520	净利润	18.5%	71.3%	40.6%	-58.4%	76.5%
其他流动资产	57	80	202	100	100	非国际财务报告准则净利润	21.8%	30.1%	0.9%	-4.2%	5.0%
非流动资产	700	1,016	1,128	1,110	1,114	<u>盈利能力</u>					
物业、机器及设备	47	60	62	65	67	毛利率	44.4%	46.0%	43.9%	42.7%	43.5%
其他非流动资产	653	956	1,066	1,045	1,048	净利润率	24.7%	33.2%	40.1%	16.5%	26.9%
总负债	465	555	736	648	684	非国际财务报告准则净利润率	25.0%	25.5%	22.1%	20.9%	20.3%
流动负债	240	269	403	316	351	资产回报率 (ROA)	11.1%	14.0%	15.3%	5.8%	9.4%
应付账款	81	94	109	122	144	股本回报率 (ROE)	22.1%	25.2%	27.2%	10.0%	15.2%
借款	23	14	19	19	19	<u>债务偿还能力</u>					
其他流动负债	137	161	275	175	188	负债股权比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
非流动负债	225	286	333	333	333	权益乘数	2.0	1.7	1.8	1.7	1.6
借款	104	112	137	137	137	利息覆盖率	19.4	23.2	27.4	26.3	28.1
应付票据	83	122	146	146	146	流动比率	1.1	1.2	1.2	1.7	2.1
其他非流动负债	37	52	50	50	50	<u>其他</u>					
权益总额	489	778	877	988	1,180	资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
本公司股东应占权益	433	704	806	916	1,107	派息比率	11.2%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
非控股股东权益	56	74	70	72	73						
负债及权益总额	954	1,333	1,612	1,636	1,864						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

腾讯控股 (700 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2017-08-16	HK\$ 323.2	增持	HK\$362.10
2	2017-11-15	HK\$ 383.0	增持	HK\$420.30
3	2018-03-22	HK\$ 439.4	增持	HK\$461.00
4	2018-05-17	HK\$ 411.0	增持	HK\$471.30
5	2018-07-27	HK\$ 373.0	增持	HK\$433.70
6	2018-08-16	HK\$ 326.0	增持	HK\$401.30
7	2018-11-14	HK\$ 272.2	上调至买入	HK\$358.40
8	2019-03-21	HK\$ 363.0	下调至增持	HK\$375.40
9	2019-05-17	HK\$ 355.8	增持	HK\$422.80
10	2019-08-15	HK\$ 330.4	增持	HK\$391.50
11	2019-11-14	HK\$ 319.8	上调至买入	HK\$395.10
12	2020-01-16	HK\$398.8	下调至增持	HK\$465.80
13	2020-03-20	HK\$343.0	上调至买入	HK\$441.00
14	2020-05-15	HK\$430.6	买入	HK\$474.00
15	2020-08-14	HK\$510.0	买入	HK\$613.00
16	2020-11-16	HK\$602.0	买入	HK\$727.00
17	2020-12-29	HK\$530.5	买入	HK\$727.00
18	2021-03-29	HK\$620.0	买入	HK\$779.00
19	2021-05-24	HK\$586.9	买入	HK\$779.00
20	2021-08-03	HK\$426.40	买入	HK\$779.00
21	2021-08-19	HK\$421.20	买入	HK\$562.00
22	2021-11-11	HK\$477.60	下调至增持	HK\$560.00
23	2022-01-07	HK\$437.00	上调至买入	HK\$560.00
24	2022-03-28	HK\$356.40	下调至增持	HK\$424.00
25	2022-05-19	HK\$365.60	增持	HK\$409.00
26	2022-08-18	HK\$303.20	上调至买入	HK\$414.00

附注: 股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805