

腾讯(700 HK, HK\$198.8, 目标价: HK\$232.1 买入) — “小程序”开启“大革新”

- ❖ **微信小程序，开启大革新。**2017 年 1 月 9 日微信小程序正式上线，涵盖 19 个服务类目，囊括在线旅游、电商、O2O 等 100 多个功能点。凭借：1) 微信庞大的用户基础及高凝聚力社区。截至 2016 年 9 月，微信 MAU 达 8.5 亿，DAU8 增至 7.7 亿；2) “无需安装、触手可及、用完即走、无须卸载”的特色设计；3) 较小的存储空间（多数低于 1M）、流畅的响应加载速度，我们认为小程序的推出或将进一步吸收原生低频工具类 App 的流量，初期用户捕获成本的降低也将引导众多线下场景应用汇聚至微信。
- ❖ **场景增量：“无缝使用+去中心化分发”贯通线上线下入口。**小程序目前没有集中入口，主要依靠线下扫码、微信搜索、公众号关联、好友推荐、历史记录 5 个渠道获取。其本质是连接人与线下商家，即通过场景的交互贯通线上线下的入口。商家层面，我们认为小程序的核心优势在于为部分初创小微企业的拓客提供了成本低廉的推广入口及操作系统。成熟型内容 App 及平台则与小程序形成更紧密的导流交互。此外，由于小程序的创作采用微信自身语言，而小程序一旦普及，将能够在庞大微信用户的基础上筑建极高的壁垒。
- ❖ **收益补充：支付与广告变现协同。**不同于公众号的推送属性，小程序在维护用户体验的前提下突出去中心化分发（不存在小程序商店、不推送消息、无订阅关系、不能分享朋友圈）。虽然短期对公司的直接收入贡献有限，但长期将有望加码 O2O、移动支付及云服务，打通场景交互中广告变现渠道：1) 目前小程序开发者包括携程(CTRP US)、同程、京东(JD US)、新美大等知名公司，在公众号流量渐趋饱和且朋友圈广告推送受限的情况下，由于小程序能够保留历史访问记录（虽不提供订阅），将吸引更多商家加强公众号与小程序二维码的关联，进而增加潜在广告资源；2) 微信支付作为小程序的唯一支付渠道，小程序的普及将为更多的场景消费提供微信支付链接，获取增量用户的同时提高微信支付的使用频次及粘性；3) 腾讯云推出的小程序开发解决方案将受益于需求攀升。
- ❖ **维持「买入」评级。**基于小程序推出后的积极市场反响及逐步搭建的支付闭环，我们认为公司将长期受益于广告、支付变现的协同及微信生态圈的价值释放。我们维持目标价 232.1 港币，相当于 2017 财年调整后每股盈利的 31 倍，评级重申为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	78,932	102,863	159,018	210,016	260,748
调整后净利润 (百万元人民币)	24,224	32,410	44,872	60,407	76,119
每股收益 (元人民币)	2.6	3.4	4.7	6.4	8.0
每股收益变动 (%)	42%	33%	38%	35%	26%
市盈率(x)	66.9	55.7	36.0	26.7	21.2
市帐率(x)	19.4	13.2	9.9	7.4	5.6
股息率 (%)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
权益收益率 (%)	29.1	23.8	27.9	27.9	26.6
净财务杠杆率 (%)	32.1	40.3	24.4	6.6	净现金

来源: 公司及招银国际研究

黄群

(852) 3761 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT Sector

腾讯(700 HK)

评级	买入
收市价	HK\$198.8
目标价	HK\$232.1
市值(港币百万)	1,902,998
过去 3 月平均交易(港币百万)	3,389.1
52 周高/低(港币)	221/132
发行股数(百万)	9403.9
主要股东	MIH TC Holdings(33.3%) 马化腾(8.7%) JP Morgan Chase & Co. (5.6%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	5.2%	5.3%
3 月	-7.2%	-4.5%
6 月	9.5%	2.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	78,932	102,863	159,018	210,016	260,748
互联网增值服务	63,310	80,669	115,617	140,803	165,837
网络广告	8,308	17,468	29,696	44,543	57,906
电子商务交易	4,753	-	-	-	-
其他	2,561	4,726	13,705	24,670	37,005
销售成本	(30,873)	(41,631)	(68,745)	(89,815)	(112,094)
毛利	48,059	61,232	90,273	120,201	148,653
销售费用	(7,797)	(7,993)	(12,721)	(16,801)	(20,860)
行政费用	(14,155)	(16,825)	(25,443)	(33,603)	(41,720)
利息收入	1,676	2,327	2,792	3,351	4,021
其他收益	2,759	1,886	1,573	1,573	1,573
经营利润	30,542	40,627	56,474	74,721	91,668
融资成本	(1,182)	(1,618)	(1,143)	(1,143)	(1,143)
联营公司	(347)	(2,793)	(35)	(35)	(35)
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	29,013	36,216	55,296	73,543	90,490
所得税	(5,125)	(7,108)	(9,953)	(12,502)	(13,574)
非控制股东权益	78	302	470	633	798
净利润	23,810	28,806	44,872	60,407	76,119
调整后净利润	24,224	32,410	44,872	60,407	76,119

来源: 公司及招银国际研究

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	95,845	151,440	172,302	193,511	218,599
物业、厂房及设备	7,918	9,973	11,539	11,704	11,951
联营公司	54,135	66,945	80,225	96,161	115,285
投资物业	268	292	292	292	292
无形资产	9,304	13,439	13,892	13,297	12,822
其他	24,220	60,791	66,354	72,058	78,249
流动资产	75,321	155,378	216,874	273,850	337,496
现金及现金等价物	42,713	43,438	94,713	142,425	196,849
受限制现金	9,174	54,731	54,731	54,731	54,731
初步为期超过三个月的定期存款	10,798	37,331	37,331	37,331	37,331
应收贸易款项	12,392	18,458	28,535	37,686	46,789
存货	244	222	367	479	598
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	1,198	1,198	1,198	1,198
流动负债	50,035	124,406	166,167	188,616	207,116
借债	3,215	11,429	11,429	11,429	11,429
应付贸易账款	27,806	85,899	127,660.18	150,109	168,609
应付税项	1,027	2,070	2,070	2,070	2,070
关连款项	-	-	-	-	-
其他	17,987	25,008	25,008	25,008	25,008
非流动负债	39,007	60,312	60,312	60,312	60,312
借债	5,507	12,922	12,922	12,922	12,922
递延税项	2,942	3,668	3,668	3,668	3,668
其他	30,558	43,722	43,722	43,722	43,722
净资产总值	82,124	122,100	162,697	218,434	288,667
股东权益	80,013	120,035	160,161	215,265	284,700
少数股东权益	2,111	2,065	2,535	3,169	3,967

来源: 公司及招银国际研究

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
年度利润	23,888	29,108	45,343	61,041	76,917
折旧和摊销	4,818	6,674	7,067	6,797	6,603
营运资金变动	3,583	7,588	28,748	9,834	5,257
税务开支	5,125	7,108	9,953	12,502	13,574
其他	(4,703)	(5,047)	(9,953)	(12,502)	(13,574)
经营活动所得现金净额	32,711	45,431	81,158	77,672	88,777
购置固定资产、无形资产及土地	(6,639)	(13,105)	(10,000)	(7,000)	(7,000)
联营公司	(35,771)	(15,399)	(13,280)	(15,936)	(19,123)
其他	14,022	(35,101)	(1,825)	(1,719)	(1,546)
投资活动所得现金净额	(28,388)	(63,605)	(25,105)	(24,656)	(27,670)
股份发行	299	169	-	-	-
净银行借贷	2,777	13,029	-	-	-
股息	(1,761)	(2,640)	(4,746)	(5,304)	(6,683)
其他	17,035	7,970	-	-	-
融资活动所得现金净额	18,350	18,528	(4,746)	(5,304)	(6,683)
现金增加净额	22,673	354	51,306	47,712	54,424
年初现金及现金等价物	20,228	42,713	43,438	94,713	142,425
汇兑	(188)	371	(31)	-	-
年末现金及现金等价物	42,713	43,438	94,713	142,425	196,849
受限制现金	9,174	54,731	54,731	54,731	54,731
资产负债表的现金	51,887	98,169	149,444	197,156	251,580

来源: 公司及招银国际研究

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
互联网增值服务	80.2	78.4	72.7	67.0	63.6
网络广告	10.5	17.0	18.7	21.2	22.2
电子商务交易	6.0	-	-	-	-
其他	3.2	4.6	8.6	11.7	14.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长 (%)

收入	30.6	30.3	54.6	32.1	24.2
毛利	47.2	27.4	47.4	33.2	23.7
经营利润	59.1	33.0	39.0	32.3	22.7
净利润	53.6	21.0	55.8	34.6	26.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	60.9	59.5	56.8	57.2	57.0
税前利率	36.8	35.2	34.8	35.0	34.7
净利润率	30.2	28.0	28.2	28.8	29.2
调整后净利润率	30.7	31.5	28.2	28.8	29.2
有效税率	17.7	19.6	18.0	17.0	15.0

资产负债比率

流动比率 (x)	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
平均应收账款周转天数	47.9	54.7	53.9	57.5	59.1
平均应付账款周转天数	264.4	498.5	498.5	498.5	498.5
平均存货周转天数	9.6	2.0	1.6	1.7	1.8
净负债/ 总权益比率 (%)	32.1	40.3	24.4	6.6	净现金

回报率 (%)

资本回报率	29.1	23.8	27.9	27.9	26.6
资产回报率	14.0	9.5	11.7	13.1	13.8

每股数据

每股盈利(人民币)	2.6	3.1	4.8	6.4	8.1
每股股息(人民币)	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
每股账面值(人民币)	8.9	13.1	17.4	23.3	30.8

来源: 公司及招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。