

腾讯控股 (700 HK)

发挥生态系统价值，拓展业务边界

腾讯正在展开其微信生态圈的发展，我们预计该增量变化将改变消费互联网行业的竞争局面，并部分抵消宏观环境的影响。从长远来看，支持实体经济的基础设施相关业务（如企业服务和金融科技服务）以及出海发展将是腾讯的主要增长驱动力。由于高 ROE 的消费互联网业务收入占比较高，收入增长恢复以及运营费用优化将从 2023 年起稳定盈利增长。买入。

■ **生态系统是腾讯最具防御性的优势。** 腾讯生态系统潜力仍未被充分发挥，微信视频号的发展标志腾讯更进一步发挥微信社交潜力。通过为用户提供丰富的社交体验、内容与实用价值，腾讯将增强其竞争力，并提升商家和内容创作者的 ROI，同时不会影响用户体验。在中国高度竞争的消费互联网行业中，维持良好的用户体验和商业化 ROI 之间的平衡能力是保持公司可持续领导地位的关键。

■ **在数字经济建设中发挥重要作用。** 过去几年中，腾讯在促进金融、工业、制造、医疗、公共服务、零售和能源等多行业的数字化进程方面取得了良好进展。腾讯提供丰富的技术基础设施，包括人工智能、云计算、金融科技、物联网等多项前沿技术。我们预计，腾讯将加大投资以支持数字经济建设，帮助行业提高效率、优化成本、提升产出及市场竞争力。从长远来看，其企业互联网相关收入占比将超过消费互联网。

■ **稳健盈利复苏支撑具备吸引力的估值。** 我们基于 SOTP 的目标价为 398.0 港元，对应 26/24 倍 2023/2024E Non-IFRS PE，其中游戏/社交网络/广告/金融科技/云计算业务估值为 146.6/24.1/22.3/98.0/16.1 港元，净现金和战略投资估值分别为 13.8/76.0 港元。公司现价对应 2023 年 PE 仅 17 倍（若剔除战略投资和净现金，仅为 10 倍）。我们预计公司 2023/2024E 年 Non-IFRS 净利润将同比恢复 15.2/12.7%。

■ **催化剂：** 1) 运营杠杆效应好于预期；2) 微信视频号商业化节奏提速；3) 宏观环境恢复支撑广告、金融科技和企业业务复苏。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入(百万人民币)	482,064	560,118	558,042	614,074	664,661
同比增长 (%)	27.8	16.2	(0.4)	10.0	8.2
毛利率 (%)	46.0	43.9	43.0	43.0	43.2
净利润(百万人民币)	159,847.0	224,822.0	95,240.2	119,418.2	134,311.0
同比增长 (%)	71.3	40.6	(57.6)	25.4	12.5
调整后净利润(百万人民币)	122,742.0	123,788.0	113,229.6	130,399.7	146,898.2
同比增长 (%)	30.1	0.9	(8.5)	15.2	12.7
调整后每股收益(人民币)	12.93	12.99	11.87	13.66	15.38
市场平均预估每股收益(人民币)	12.93	12.99	12.67	15.45	18.40
市销率(倍)	3.9	3.3	3.3	3.0	2.8
市盈率(倍)	24.4	19.1	19.6	15.7	13.9
股本回报率 (%)	28.1	29.8	11.2	12.6	12.6

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价 港元 398.00
潜在升幅 86.7%
当前股价 港元 213.20

中国互联网

贺赛一
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬
luwentao@cmbi.com.hk

陶治
franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	2,034,301
3 月平均流通量(百万港元)	286.7
52 周内股价高/低(百万港元)	494.04/206.20
总股本(百万)	9541.8

资料来源：FactSet

股东结构

MIH TC	28.7%
Advance Data Services Limited	8.4%

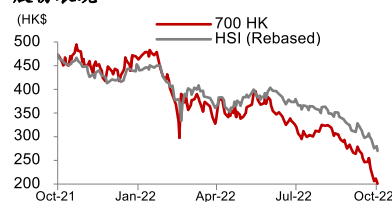
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-26.7%	-14.9%
3 - 月	-37.4%	-13.2%
6 - 月	-40.9%	-19.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	377,289	482,064	560,118	558,042	614,074	664,661
销售成本	(209,756)	(260,532)	(314,174)	(318,277)	(350,045)	(377,623)
毛利	167,533	221,532	245,944	239,765	264,029	287,038
运营费用	(48,839)	(37,295)	25,676	(101,587)	(111,103)	(118,091)
销售费用	(21,396)	(33,758)	(40,594)	(34,041)	(38,687)	(40,544)
行政费用	(53,446)	(67,625)	(89,847)	(103,796)	(110,533)	(116,316)
其他	26,003	64,088	156,117	36,250	38,117	38,769
运营利润	118,694	184,237	271,620	138,178	152,926	168,947
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(1,681)	3,672	(16,444)	(16,047)	(3,209)	(1,284)
利息收入	6,314	6,957	6,650	6,356	7,327	7,055
利息支出	(7,613)	(7,887)	(7,114)	(7,797)	(6,357)	(6,426)
税前利润	109,400	180,022	248,062	114,334	143,359	161,238
所得税	(13,512)	(19,897)	(20,252)	(17,150)	(21,504)	(24,186)
税后利润	95,888	160,125	227,810	97,184	121,855	137,052
非控股权益	(2,578)	(278)	(2,988)	(1,944)	(2,437)	(2,741)
净利润	93,310	159,847	224,822	95,240	119,418	134,311
调整后净利润	94,351	122,742	123,788	113,230	130,400	146,898
总股息	9,880	12,653	12,704	6,189	7,760	8,728

资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	253,968	317,647	484,812	462,653	577,365	677,687
现金与现金等价物	132,991	152,798	167,966	261,724	314,396	416,328
应收账款	35,839	44,981	49,331	45,572	48,643	51,071
存货	718	814	1,063	1,794	1,875	1,928
预付款项	27,840	40,321	65,390	36,770	72,275	42,212
短期银行存款	46,911	68,487	83,813	102,194	124,157	150,307
以公允价值计入损益的资产	7,114	6,593	10,573	11,102	11,657	12,240
其他流动资产	2,555	3,653	106,676	3,499	4,362	3,603
非流动资产	700,018	1,015,778	1,127,552	1,167,781	1,232,518	1,277,644
物业及厂房及设备 (净额)	46,824	59,843	61,914	74,350	85,107	94,333
递延税项	18,209	21,348	26,068	19,724	30,666	23,875
合资及联营公司投资	221,894	305,258	323,188	338,245	353,790	369,811
无形资产	128,860	159,437	171,376	195,135	216,377	236,796
以公允价值计入损益的资产	128,822	165,944	192,184	192,184	192,184	192,184
其他非流动资产	155,409	303,948	352,822	348,143	354,394	360,646
总资产	953,986	1,333,425	1,612,364	1,630,434	1,809,883	1,955,331
流动负债	240,156	269,079	403,098	303,685	354,875	359,347
短期债务	33,229	14,242	19,003	17,051	18,753	20,230
应付账款	80,690	94,030	109,470	97,615	127,862	112,946
应付税款	9,733	12,134	12,506	14,236	15,344	16,222
其他流动负债	113,225	144,851	256,673	169,338	187,470	204,502
租赁负债	3,279	3,822	5,446	5,446	5,446	5,446
非流动负债	225,006	286,303	332,573	360,967	377,522	392,863
长期债务	104,257	112,145	136,936	139,423	140,182	140,411
应付公司债	83,327	122,057	145,590	156,509	162,378	165,423
递延收入	7,334	6,678	4,526	12,731	14,002	15,105
其他非流动负债	30,088	45,423	45,521	52,304	60,960	71,924
总负债	465,162	555,382	735,671	664,652	732,397	752,209
留存收益	384,651	538,464	669,911	757,056	866,323	989,218
其他储备	48,055	165,520	136,388	136,388	136,388	136,388
股东权益总额	432,706	703,984	806,299	893,444	1,002,711	1,125,606
少数股东权益	56,118	74,059	70,394	72,338	74,775	77,516
总负债和股东权益	953,986	1,333,425	1,612,364	1,630,434	1,809,883	1,955,331

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	109,400	180,022	248,062	114,334	143,359	161,238
折旧摊销	41,528	50,774	56,818	60,230	69,928	78,472
税款	(13,512)	(19,897)	(20,252)	(17,150)	(21,504)	(24,186)
营运资金变化	15,330	27,423	(2,844)	34,909	9,721	29,699
其他	(4,156)	(44,203)	(106,598)	0	0	0
净经营现金流	148,590	194,119	175,186	192,323	201,505	245,224
投资现金流						
资本开支	(32,369)	(33,906)	(34,931)	(34,106)	(36,780)	(39,013)
收购与投资	(68,512)	(108,665)	(117,642)	(22,216)	(56,120)	(41,454)
处理短期投资所得现金	16,411	15,376	0	0	0	0
其他	(31,700)	(54,760)	(25,976)	(62,319)	(65,147)	(69,104)
净投资现金流	(116,170)	(181,955)	(178,549)	(118,641)	(158,047)	(149,572)
融资现金流						
净借贷	22,961	44,490	45,239	19,967	18,094	16,593
发行股票所得现金	272	1,716	0	0	0	0
其他	(21,561)	(32,559)	(23,619)	110	(8,880)	(10,313)
净融资现金流	1,672	13,647	21,620	20,076	9,214	6,280
净现金流变动						
年初现金	97,814	132,991	152,798	167,966	261,724	314,396
汇率变动	1,085	(6,004)	(3,089)	0	0	0
年末现金	132,991	152,798	167,966	261,724	314,396	416,328
增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	20.7%	27.8%	16.2%	(0.4%)	10.0%	8.2%
毛利润	17.9%	32.2%	11.0%	(2.5%)	10.1%	8.7%
经营利润	21.6%	55.2%	47.4%	(49.1%)	10.7%	10.5%
净利润	18.5%	71.3%	40.6%	(57.6%)	25.4%	12.5%
调整后净利润	21.8%	30.1%	0.9%	(8.5%)	15.2%	12.7%
盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	44.4%	46.0%	43.9%	43.0%	43.0%	43.2%
营业利润率	31.5%	38.2%	48.5%	24.8%	24.9%	25.4%
调整后净利润率	25.0%	25.5%	22.1%	20.3%	21.2%	22.1%
股本回报率	24.7%	28.1%	29.8%	11.2%	12.6%	12.6%
资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	(0.1)
流动比率 (倍)	1.1	1.2	1.2	1.5	1.6	1.9
应收账款周转天数	34.7	34.1	32.1	29.8	28.9	28.0
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付账款周转天数	(140.4)	(131.7)	(127.2)	(111.9)	(133.3)	(109.2)
估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市盈率	30.2	24.4	19.1	19.6	15.7	13.9
市盈率 (摊薄)	30.6	24.8	19.4	19.9	15.9	14.1
市帐率	6.5	5.5	5.3	2.1	1.9	1.7
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

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关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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

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	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)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。招银国际环球市场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。招银国际环球市场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国际环球市场编写，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误差、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。招银国际环球市场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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国 2000 年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，未经招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)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士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。