

騰訊(700 HK, HK\$198.8, 目標價: HK\$232.1 買入) — “小程序” 開啓 “大革新”

- ❖ **微信小程序，開啓大革新。**2017年1月9日微信小程序正式上線，涵蓋19個服務類目，囊括在綫旅游、電商、O2O等100多個功能點。憑藉：1) 微信龐大的用戶基礎及高凝聚力社區。截至2016年9月，微信MAU達8.5億，DAU8增至7.7億；2) “無需安裝、觸手可及、用完即走、無須卸除”的特色設計；3) 較小的儲存空間（多數低於1M）、流暢的響應加載速度，我們認為小程序的推出或將進一步吸收原生低頻工具類App的流量，初期用戶捕獲成本的降低也將引導眾多綫下場景應用彙聚至微信。
- ❖ **場景增量：“無縫使用+去中心化分發”貫通綫上綫下入口。**小程序目前沒有集中入口，主要依靠綫下掃碼、微信搜索、公眾號關聯、好友推薦、歷史記錄5個渠道獲取。其本質是連接人與綫下商家，即通過場景的交互貫通綫上綫下的入口。商家層面，我們認為小程序的核心優勢在於為部分初創小微企業的拓客提供了成本低廉的推廣入口及操作系統。成熟型內容App及平臺則與小程序形成更緊密的導流交互。此外，由於小程序的創作採用微信自身語言，而小程序一旦普及，將能够在龐大微信用戶的基礎上築建極高的壁壘。
- ❖ **收益補充：支付與廣告變現協同。**不同於公眾號的推送屬性，小程序在維護用戶體驗的前提下突出去中心化分發（不存在小程序商店、不推送消息、無訂閱關係、不能分享朋友圈）。雖然短期對公司的直接收入貢獻有限，但長期將有望加碼O2O、移動支付及雲服務，打通場景交互中廣告變現渠道：1) 目前小程序開發者包括攜程(CTRP US)、同程、京東(JD US)、新美大等知名公司，在公眾號流量漸趨飽和且朋友圈廣告推送受限的情況下，由於小程序能够保留歷史訪問記錄（雖不提供訂閱），將吸引更多商家加強公眾號與小程序二維碼的關聯，進而增加潛在廣告資源；2) 微信支付作為小程序的唯一支付渠道，小程序的普及將為更多的場景消費提供微信支付鏈接，獲取增量用戶的同時提高微信支付的使用頻次及粘性；3) 騰訊雲推出的小程序開發解決方案將受益於需求攀升。
- ❖ **維持「買入」評級。**基於小程序推出後的積極市場反響及逐步搭建的支付閉環，我們認為公司將長期受益於廣告、支付變現的協同及微信生態圈的價值釋放。我們維持目標價232.1港幣，相當於2017財年調整後每股盈利的31倍，評級重申為「買入」。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬元人民幣)	78,932	102,863	159,018	210,016	260,748
調整後淨利潤(百萬元人民幣)	24,224	32,410	44,872	60,407	76,119
每股收益(元人民幣)	2.6	3.4	4.7	6.4	8.0
每股收益變動(%)	42%	33%	38%	35%	26%
市盈率(x)	66.9	55.7	36.0	26.7	21.2
市帳率(x)	19.4	13.2	9.9	7.4	5.6
股息率(%)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
權益收益率(%)	29.1	23.8	27.9	27.9	26.6
淨財務杠杆率(%)	32.1	40.3	24.4	6.6	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究

黃群

(852) 3761 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT Sector

騰訊(700 HK)

評級	買入
收市價	HK\$198.8
目標價	HK\$232.1
市值(港幣百萬)	1,902,998
過去3月平均交易(港幣百萬)	3,389.1
52周高/低(港幣)	221/132
發行股數(百萬)	9403.9
主要股東	MIH TC Holdings(33.3%) 馬化騰(8.7%)
	JP Morgan Chase & Co. (5.6%)

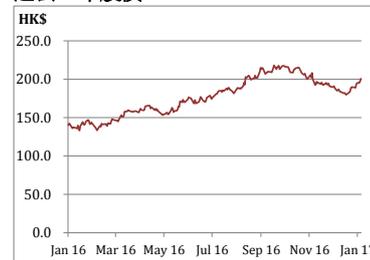
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	5.2%	5.3%
3月	-7.2%	-4.5%
6月	9.5%	2.1%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	78,932	102,863	159,018	210,016	260,748
互聯網增值服務	63,310	80,669	115,617	140,803	165,837
網絡廣告	8,308	17,468	29,696	44,543	57,906
電子商務交易	4,753	-	-	-	-
其他	2,561	4,726	13,705	24,670	37,005
銷售成本	(30,873)	(41,631)	(68,745)	(89,815)	(112,094)
毛利	48,059	61,232	90,273	120,201	148,653
銷售費用	(7,797)	(7,993)	(12,721)	(16,801)	(20,860)
行政費用	(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
經營利潤	30,542	40,627	56,474	74,721	91,668
融資成本	(1,182)	(1,618)	(1,143)	(1,143)	(1,143)
聯營公司	(347)	(2,793)	(35)	(35)	(35)
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	29,013	36,216	55,296	73,543	90,490
所得稅	(5,125)	(7,108)	(9,953)	(12,502)	(13,574)
非控制股東權益	78	302	470	633	798
淨利潤	23,810	28,806	44,872	60,407	76,119
調整後淨利潤	24,224	32,410	44,872	60,407	76,119

來源: 公司及招銀國際研究

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	95,845	151,440	172,302	193,511	218,599
物業、廠房及設備	7,918	9,973	11,539	11,704	11,951
聯營公司	54,135	66,945	80,225	96,161	115,285
投資物業	268	292	292	292	292
無形資產	9,304	13,439	13,892	13,297	12,822
其他	24,220	60,791	66,354	72,058	78,249
流動資產	75,321	155,378	216,874	273,850	337,496
現金及現金等價物	42,713	43,438	94,713	142,425	196,849
受限制現金	9,174	54,731	54,731	54,731	54,731
初步為期超過三個月的定期存款	10,798	37,331	37,331	37,331	37,331
應收貿易款項	12,392	18,458	28,535	37,686	46,789
存貨	244	222	367	479	598
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	1,198	1,198	1,198	1,198
流動負債	50,035	124,406	166,167	188,616	207,116
借債	3,215	11,429	11,429	11,429	11,429
應付貿易賬款	27,806	85,899	127,660.18	150,109	168,609
應付稅項	1,027	2,070	2,070	2,070	2,070
關連款項	-	-	-	-	-
其他	17,987	25,008	25,008	25,008	25,008
非流動負債	39,007	60,312	60,312	60,312	60,312
借債	5,507	12,922	12,922	12,922	12,922
遞延稅項	2,942	3,668	3,668	3,668	3,668
其他	30,558	43,722	43,722	43,722	43,722
淨資產總值	82,124	122,100	162,697	218,434	288,667
股東權益	80,013	120,035	160,161	215,265	284,700
少數股東權益	2,111	2,065	2,535	3,169	3,967

來源: 公司及招銀國際研究

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
年度利潤	23,888	29,108	45,343	61,041	76,917
折舊和攤銷	4,818	6,674	7,067	6,797	6,603
營運資金變動	3,583	7,588	28,748	9,834	5,257
稅務開支	5,125	7,108	9,953	12,502	13,574
其他	(4,703)	(5,047)	(9,953)	(12,502)	(13,574)
經營活動所得現金淨額	32,711	45,431	81,158	77,672	88,777
購置固定資產、無形資產及土地	(6,639)	(13,105)	(10,000)	(7,000)	(7,000)
聯營公司	(35,771)	(15,399)	(13,280)	(15,936)	(19,123)
其他	14,022	(35,101)	(1,825)	(1,719)	(1,546)
投資活動所得現金淨額	(28,388)	(63,605)	(25,105)	(24,656)	(27,670)
股份發行	299	169	-	-	-
淨銀行借貸	2,777	13,029	-	-	-
股息	(1,761)	(2,640)	(4,746)	(5,304)	(6,683)
其他	17,035	7,970	-	-	-
融資活動所得現金淨額	18,350	18,528	(4,746)	(5,304)	(6,683)
現金增加淨額	22,673	354	51,306	47,712	54,424
年初現金及現金等價物	20,228	42,713	43,438	94,713	142,425
匯兌	(188)	371	(31)	-	-
年末現金及現金等價物	42,713	43,438	94,713	142,425	196,849
受限制現金	9,174	54,731	54,731	54,731	54,731
資產負債表的現金	51,887	98,169	149,444	197,156	251,580

來源: 公司及招銀國際研究

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
互聯網增值服務	80.2	78.4	72.7	67.0	63.6
網絡廣告	10.5	17.0	18.7	21.2	22.2
電子商務交易	6.0	-	-	-	-
其他	3.2	4.6	8.6	11.7	14.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	30.6	30.3	54.6	32.1	24.2
毛利	47.2	27.4	47.4	33.2	23.7
經營利潤	59.1	33.0	39.0	32.3	22.7
淨利潤	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
稅前利率	36.8	35.2	34.8	35.0	34.7
淨利潤率	30.2	28.0	28.2	28.8	29.2
調整後淨利潤率	30.7	31.5	28.2	28.8	29.2
有效稅率	17.7	19.6	18.0	17.0	15.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.2	1.3	1.5	1.6
平均應收賬款周轉天數	47.9	54.7	53.9	57.5	59.1
平均應付帳款周轉天數	264.4	498.5	498.5	498.5	498.5
平均存貨周轉天數	9.6	2.0	1.6	1.7	1.8
淨負債/ 總權益比率 (%)	32.1	40.3	24.4	6.6	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	29.1	23.8	27.9	27.9	26.6
資產回報率	14.0	9.5	11.7	13.1	13.8
每股數據					
每股盈利(人民幣)	2.6	3.1	4.8	6.4	8.1
每股股息(人民幣)	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
每股賬面值(人民幣)	8.9	13.1	17.4	23.3	30.8

來源: 公司及招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。