

**腾讯(700 HK, HK\$203.0, 目标价: HK\$232.1 买入) —1HQ16 业绩点评**

❖ **内容造血+手游劲增,为增值服务注入持续动力。**1H16 公司收入同比增长 48%, 达 677 亿元, 公司权益持有人应占盈利 199 亿元, 同比增加 40%; 第二季度净利润创新高, 大增 47% 至 109 亿元。其中增值业务依旧靓丽, 1H16 增值收入同比增长 37% 至 506 亿元。主要受益于网游收入增长 32% 至 171 亿元, 该项增长主要来自玩家对战及角色扮演类主要智能手机游戏的贡献。手游再创惊喜业绩, 次季手游收入同比大涨 114%。社交网络收入增长 57% 至 86 亿元, 受益于虚拟道具销售以及订购服务收入的增长。

❖ **多种载体+定向投放+城市开拓, 拉动广告增收上扬。**2Q16 公司网络广告收入同比增长 60% 至 65 亿元; 效果广告收入增长 80% 至 37 亿元, 主要受益于微信朋友圈、移动端新闻应用及微信公众账号的效果广告收入的增长。品牌展示广告收入增长 41% 至 28 亿元, 主要受腾讯新闻及腾讯视频收入的增长推动。目前公司效果广告在向三四线城市下沉过程中已打造成成熟机制, 地区性广告主可通过广告自助投放平台购买三四线城市朋友圈定向流量。我们相信, 随着微信的高普及率、朋友圈广告资源进一步开放及视频、新闻、广点通等多种载体的定向投放, 公司广告收入尚有巨大上升空间。

❖ **8 亿微信月活打造高凝聚力社区, 加速“连接器”战略落地。**基于 QQ 的极高覆盖率, QQ 月活增速放缓 (QQ 月活 899 百万, 同比增长 7%), 但近期视频 GIFS 功能的引入、第三方在线教育平台的合作及 UGC 直播服务的推出使得 QQ 及 QQ 空间利润化改善。微信及 WeChat 的合并月活跃账户 8 亿, 同比增长 34%。在功能布局上: 坐拥 2000 万微信企业号, 加速渗透办公领域; 拓展三线城市以加速 O2O 战略; 布局微信支付加速应用货币化。考虑微信月活的上升趋势及货币化效率的改善, 可以预期, 微信强大的用户粘性将推动“电商+付费表情+朋友圈广告+游戏平台+支付”模式的发展, 为腾讯的核心主业提供资源嫁接共创协同效应, 并加速“连接器”战略落地。

❖ **多元化投资布局, 打造“游戏+音乐+视频+文学”内容生态体系。**公司牵头发起收购开发了《部落冲突》《皇室战争》的芬兰手游开发商 Supercell 的 84% 股权 (总金额 86 亿美元), 深化移动游戏影响力; 将 QQ 音乐业务与中国音乐集团 CMC 进行合并, 拓展数字音乐业务。公司近期高调布局游戏文娱板块, 在强化核心竞争力的同时期待协同效应的释放。我们认为, 公司未来业绩将持续受益于海量用户及多渠道收入, 短期手游及广告将保持动力, 长期云计算及支付服务将逐渐释放规模效应。基于公司主业的超预期增长及未来业务的可观前景, 我们调高 2016 财年收入至 1590 亿元, 目标价由 192 港币提升至 232 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)          | 67.6   | 56.3    | 36.4    | 27.0    | 21.4    |
| 市帐率(x)          | 19.6   | 13.3    | 10.0    | 7.5     | 5.7     |
| 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

**腾讯 (700 HK)**

|                   |                                     |
|-------------------|-------------------------------------|
| 评级                | 买入                                  |
| 收市价               | HK\$203.0                           |
| 目标价               | HK\$232.1                           |
| 市值 (港币百万)         | 1,921,662                           |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 2928.5                              |
| 52 周高/低 (港币)      | 205/124                             |
| 发行股数 (百万)         | 9403.9                              |
| 主要股东              | MIH TC Holdings(33.3%)<br>马化腾(8.7%) |

来源: 彭博

**股价表现**

|     | 绝对    | 相对    |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | 4.3%  | -0.2% |
| 3 月 | 22.8% | 6.1%  |
| 6 月 | 39.7% | 15.9% |

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          |
|--------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>收入</b>          | <b>78,932</b> | <b>102,863</b> | <b>159,018</b> | <b>210,016</b> | <b>260,748</b> |
| 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)      |
| <b>毛利</b>          | <b>48,059</b> | <b>61,232</b>  | <b>90,273</b>  | <b>120,201</b> | <b>148,653</b> |
| 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          |
| <b>经营利润</b>        | <b>30,542</b> | <b>40,627</b>  | <b>56,474</b>  | <b>74,721</b>  | <b>91,668</b>  |
| 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               | -             | -              | -              | -              | -              |
| <b>税前利润</b>        | <b>29,013</b> | <b>36,216</b>  | <b>55,296</b>  | <b>73,543</b>  | <b>90,490</b>  |
| 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            |
| <b>净利润</b>         | <b>23,810</b> | <b>28,806</b>  | <b>44,872</b>  | <b>60,407</b>  | <b>76,119</b>  |
| <b>调整后净利润</b>      | <b>24,224</b> | <b>32,410</b>  | <b>44,872</b>  | <b>60,407</b>  | <b>76,119</b>  |

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          |
|--------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>非流动资产</b>       | <b>95,845</b> | <b>151,440</b> | <b>172,302</b> | <b>193,511</b> | <b>218,599</b> |
| 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         |
| <b>流动资产</b>        | <b>75,321</b> | <b>155,378</b> | <b>216,874</b> | <b>273,850</b> | <b>337,496</b> |
| 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          |
| <b>流动负债</b>        | <b>50,035</b> | <b>124,406</b> | <b>166,167</b> | <b>188,616</b> | <b>207,116</b> |
| 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         |
| <b>非流动负债</b>       | <b>39,007</b> | <b>60,312</b>  | <b>60,312</b>  | <b>60,312</b>  | <b>60,312</b>  |
| 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         |
| <b>净资产总值</b>       | <b>82,124</b> | <b>122,100</b> | <b>162,697</b> | <b>218,434</b> | <b>288,667</b> |
| 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)        |
| <b>经营活动所得现金净额</b>  | <b>32,711</b>   | <b>45,431</b>   | <b>81,158</b>   | <b>77,672</b>   | <b>88,777</b>   |
| 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)         |
| <b>投资活动所得现金净额</b>  | <b>(28,388)</b> | <b>(63,605)</b> | <b>(25,105)</b> | <b>(24,656)</b> | <b>(27,670)</b> |
| 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           | -               | -               | -               |
| <b>融资活动所得现金净额</b>  | <b>18,350</b>   | <b>18,528</b>   | <b>(4,746)</b>  | <b>(5,304)</b>  | <b>(6,683)</b>  |
| <b>现金增加净额</b>      | <b>22,673</b>   | <b>354</b>      | <b>51,306</b>   | <b>47,712</b>   | <b>54,424</b>   |
| 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)            | -               | -               |
| <b>年末现金及现金等价物</b>  | <b>42,713</b>   | <b>43,438</b>   | <b>94,713</b>   | <b>142,425</b>  | <b>196,849</b>  |
| 受限制现金              | 9,174           | 54,731          | 54,731          | 54,731          | 54,731          |
| <b>资产负债表的现金</b>    | <b>51,887</b>   | <b>98,169</b>   | <b>149,444</b>  | <b>197,156</b>  | <b>251,580</b>  |

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        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售组合 (%)</b> |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>总额</b>       | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |

## 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。