

騰訊(700 HK, HK\$223.0, 目標價: HK\$257.4, 買入)—FY16 業績回顧: 強勁手游彌補廣告疲軟, 綫下支付加速滲透

- ❖ **FY16 收入增長略遜色, 但調整後淨利潤勝預期。** FY16 收入同比增長 48% 至 1,519.4 億元 (人民幣·下同), 調整後淨利潤同比增長 40% 至 454.2 億元, 分別較我們預測低 4.6% 及高 1.2%。廣告收入的疲軟 (較預測低 10%) 致使公司整體收入增速略遜色, 但強勁的增值服務及支付、雲服務彌補了廣告的回調。年度盈利雖然低於預期, 但考慮股份報酬開支同比上升 117%, 調整後淨利潤勝預期。
- ❖ **手游表現靚麗, 海外游戲補充效應凸顯。** FY16 游戲收入同比上升 25% 至 708.1 億元, 雖然 4Q16 手游上升動力減慢 (受季節性及同業競爭影響), 但旗艦游戲《王者榮耀》上綫 15 個月依舊表現強勁 (月流水約為《陰陽師》的 2 倍以上), 且結合管理層指引, 月流水有望持續增長。此外, 公司將受益于持股韓國手游公司 Netmarble 的上市 (預計 2017 年 4 月) 及收購的海外手游公司 Supercell 派息帶來的利潤提振效應。新游戲層面, FY17 預計推出 4 款 PC 游戲和 6 款手游, 而我們關注到 2017 年 2 月新手游《龍之穀》首戰告捷 (穩居 iOS 中國區暢銷榜 TOP2), 有望調整與網易 (NTES US) 的激烈競爭格局。之前市場關注的韓國游戲禁令問題, 我們預計會有部分游戲滯後 (預計推遲 3-6 月), 但 DnF 的過審有望抵消部分風險。
- ❖ **效果廣告發力, 抵消品牌展示廣告疲軟態勢。** 4Q16 公司品牌展示廣告收入同比僅增長 11%; 效果廣告收入增長 77%, 主要歸因于視頻會員的增加導致了品牌廣告的下降, 以及部分展示廣告向效果廣告的轉化。而我們認為效果廣告的梯度接力間接反映廣告價值的放大和收入多元化, 其中騰訊新聞廣告收入 FY16 增長逾 1 倍, 對標今日頭條, 信息流廣告的收入貢獻增長可期。相應內容成本預計會有所上調, 但長期而言對淨利率影響有限, 尤其考慮視頻會員的加速滲透 (會員收入的淨利率高于廣告)。
- ❖ **移動支付加速滲透, 協同小程序打通綫下。** 移動支付 (包括微信支付與 QQ 錢包) 月活及日均交易筆數均超 6 億, 其中商業支付交易筆數同比增長了 2 倍。雖然小程序依舊處于嘗試階段, 且直接收入貢獻甚微, 但我們認為小程序的推出在于增加低頻 APP 的曝光率, 進而打通綫下商戶, 觸達廣泛的綫下消費場景以此提高移動支付的滲透率。隨著財付通市場份額的逐步提升, 有望挑戰支付寶龍頭地位, 而綫下支付將為重要突破口。預計移動支付將成為公司未來長期增長新引擎。
- ❖ **維持買入評級, 目標價提升至 HK\$257.4。** 鑒于公司手游的強勁增長, 我們調高 FY17/FY18 調整後淨利潤預測 0.3%/1.8%, 同時調高其他收入 (支付及雲服務) 增速、調低廣告收入增速。預計 FY17/FY18/FY19 調整後 EPS 分別為 6.4/8.2/10.5, 目標價由 HK\$232.1 提升至 HK\$256.3, 相當于 FY18E 27.6x PE, 升幅為 15.3%。評級重申為「買入」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	102,863	151,938	211,729	273,125	339,193
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	32,410	45,420	60,235	77,475	99,474
每股收益 (元人民幣)	3.4	4.8	6.4	8.2	10.5
每股收益變動 (%)	33%	39%	33%	29%	28%
市盈率(x)	63.9	45.1	30.8	23.9	18.6
市帳率(x)	15.1	10.0	7.7	6.0	4.6
股息率 (%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
權益收益率 (%)	23.8	22.3	25.2	25.1	24.9
淨財務杠杆率 (%)	40.3	46.5	16.0	2.2	淨現金

黃群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

騰訊 (700 HK)

評級	買入
收市價	HK\$223.0
目標價	HK\$257.4
市值 (港幣百萬)	2,115,321
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	3303.0
52 周高/低 (港幣)	229.8/152.2
發行股數 (百萬)	9476.9
主要股東	MIH TC Holdings(33.3%) 馬化騰(8.7%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	5.7%	4.1%
3 月	24.1%	10.1%
6 月	3.9%	1.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

2017 年 3 月 24 日

睿智投資

來源: 公司及招銀國際研究



招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

黃群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

騰訊 (700 HK)

評級	買入
收市價	HK\$223.0
目標價	HK\$257.4
市值 (港幣百萬)	2,115,321
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	3303.0
52 周高/低 (港幣)	229.8/152.2
發行股數 (百萬)	9476.9
主要股東	MIH TC Holdings(33.3%) 馬化騰(8.7%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	5.7%	4.1%
3 月	24.1%	10.1%
6 月	3.9%	1.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	102,863	151,938	211,729	273,125	339,193
互联网增值服务	80,669	107,810	138,920	162,054	185,525
网络广告	17,468	26,970	35,061	43,125	51,750
电子商务交易	-	-	-	-	-
其他	4,726	17,158	37,748	67,946	101,919
销售成本	(41,631)	(67,439)	(96,080)	(124,759)	(150,319)
毛利	61,232	84,499	115,648	148,366	188,874
销售费用	(7,993)	(12,136)	(16,938)	(21,850)	(27,135)
行政费用	(16,825)	(22,459)	(29,642)	(36,872)	(45,791)
利息收入	2,327	2,619	3,143	3,771	4,526
其他收益	1,886	3,594	3,594	3,594	3,594
经营利润	40,627	56,117	75,805	97,010	124,067
融资成本	(1,618)	(1,955)	(1,719)	(1,719)	(1,719)
联营公司	(2,793)	(2,522)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	36,216	51,640	74,086	95,291	122,348
所得税	(7,108)	(10,193)	(13,335)	(17,152)	(22,023)
非控制股东权益	302	352	516	664	852
净利润	28,806	41,095	60,235	77,475	99,474
调整后净利润	32,410	45,420	60,235	77,475	99,474

來源: 公司及招銀國際研究

資產負債表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	151,440	246,745	243,830	272,609	306,343
物业、厂房及设备	9,973	13,900	12,322	12,440	12,644
联营公司	66,945	80,299	96,233	115,353	138,298
投资物业	292	854	854	854	854
无形资产	13,439	36,467	13,830	13,247	12,783
其他	60,791	115,225	120,591	130,715	141,763
流动资产	155,378	149,154	169,249	221,442	284,374
现金及现金等价物	43,438	71,902	82,335	124,609	176,888
受限制现金	54,731	750	750	750	750
初步为期限超过三个月的定期存款	37,331	50,320	50,320	50,320	50,320
应收贸易款项	18,458	24,270	33,821	43,628	54,181
存货	222	263	375	487	586
关连款项	-	-	-	-	-
其他	1,198	1,649	1,649	1,649	1,649
流动负债	124,406	101,197	66,116	76,557	82,663
借债	11,429	12,278	12,278	12,278	12,278
应付贸易账款	85,899	48,286.00	61,914	72,354	78,461
应付税项	2,070	5,964	5,964	5,964	5,964
关连款项	-	-	-	-	-
其他	25,008	34,669	(14,040)	(14,040)	(14,040)
非流动负债	60,312	108,455	105,879	105,879	105,879
借债	12,922	57,549	57,549	57,549	57,549
递延税项	3,668	5,153	5,153	5,153	5,153
其他	43,722	45,753	43,177	43,177	43,177
净资产总值	122,100	186,247	241,084	311,616	402,175
股东权益	120,035	174,624	228,945	298,813	388,520
少数股东权益	2,065	11,623	12,139	12,803	13,655

來源: 公司及招銀國際研究

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
年度利潤	29,108	41,447	60,751	78,138	100,326
折舊和摊销	6,674	7,494	7,116	6,844	6,650
營運資金變動	7,588	16,578	(23,078)	(3,250)	(9,073)
稅務開支	7,108	10,193	13,335	17,152	22,023
其他	(5,047)	(10,193)	(13,335)	(17,152)	(22,023)
經營活動所得現金淨額	45,431	65,519	44,789	81,733	97,903
購置固定資產、無形資產及土地	(13,105)	(12,100)	(7,000)	(7,000)	(7,000)
聯營公司	(15,399)	(13,354)	(15,934)	(19,121)	(22,945)
其他	(35,101)	(45,470)	(5,509)	(5,732)	(5,913)
投資活動所得現金淨額	(63,605)	(70,924)	(28,442)	(31,852)	(35,858)
股份發行	169	-	-	-	-
淨銀行借貸	13,029	44,168	-	-	-
股息	(2,640)	(4,603)	(5,914)	(7,607)	(9,766)
其他	7,970	(8,122)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	18,528	31,443	(5,914)	(7,607)	(9,766)
現金增加淨額	354	26,038	10,433	42,274	52,279
年初現金及現金等价物	42,713	43,438	71,902	82,335	124,609
匯兌	371	2,426	-	-	-
年末現金及現金等价物	43,438	71,902	82,335	124,609	176,888
受限制現金	54,731	750	750	750	750
資產負債表的現金	98,169	72,652	83,085	125,359	177,638

來源: 公司及招銀國際研究

主要比率

年結: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
互聯網增值服務	78.4	71.0	65.6	59.3	54.7
網絡廣告	17.0	17.8	16.6	15.8	15.3
電子商務交易	-	-	-	-	-
其他	4.6	11.3	17.8	24.9	30.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	30.3	47.7	39.4	29.0	24.2
毛利	27.4	38.0	36.9	28.3	27.3
經營利潤	33.0	38.1	35.1	28.0	27.9
淨利潤	21.0	42.7	46.6	28.6	28.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.5	55.6	54.6	54.3	55.7
稅前利率	35.2	34.0	35.0	34.9	36.1
淨利潤率	28.0	27.0	28.4	28.4	29.3
調整後淨利潤率	31.5	29.9	28.4	28.4	29.3
有效稅率	19.6	19.7	18.0	18.0	18.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.5	2.6	2.9	3.4
平均應收賬款周轉天數	54.7	51.3	50.1	51.8	52.6
平均應付賬款周轉天數	498.5	498.5	498.5	498.5	498.5
平均存貨周轉天數	2.0	1.3	1.2	1.3	1.3
淨負債 / 總權益比率 (%)	40.3	46.5	16.0	2.2	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	23.8	22.3	25.2	25.1	24.9
資產回報率	9.5	10.5	14.7	15.8	17.0
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	3.1	4.4	6.4	8.3	10.6
每股股息 (人民幣)	0.4	0.6	0.7	0.9	1.2
每股賬面值 (人民幣)	13.1	19.9	25.7	33.3	42.9

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。而過去的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 年證券交易法規則 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。