

腾讯(700 HK, HK\$223.0, 目标价: HK\$257.4, 买入)—FY16 业绩回顾: 强劲手游弥补广告疲软, 线下支付加速渗透

- ❖ **FY16 收入增长略逊色, 但调整后净利润胜预期。** FY16 收入同比增长 48% 至 1,519.4 亿元(人民币·下同), 调整后净利润同比增长 40% 至 454.2 亿元, 分别较我们预测低 4.6% 及高 1.2%。广告收入的疲软(较预测低 10%)致使公司整体收入增速略逊色, 但强劲的增值服务及支付、云服务弥补了广告的回调。年度盈利虽然低于预期, 但考虑股份报酬开支同比上升 117%, 调整后净利润胜预期。
- ❖ **手游表现靓丽, 海外游戏补充效应凸显。** FY16 游戏收入同比上升 25% 至 708.1 亿元, 虽然 4Q16 手游上升动力减慢(受季节性同业竞争影响), 但旗舰游戏《王者荣耀》上线 15 个月依旧表现强劲(月流水约为《阴阳师》的 2 倍以上), 且结合管理层指引, 月流水有望持续增长。此外, 公司将受益于持股韩国手游公司 Netmarble 的上市(预计 2017 年 4 月)及收购的海外手游公司 Supercell 派息带来的利润提振效应。新游戏层面, FY17 预计推出 4 款 PC 游戏和 6 款手游, 而我们关注到 2017 年 2 月新游《龙之谷》首战告捷(稳居 iOS 中国区畅销榜 TOP2), 有望调整与网易(NTES US)的激烈竞争格局。之前市场关注的韩国游戏禁令问题, 我们预计会有部分游戏滞后(预计推迟 3-6 月), 但 DnF 的过审有望抵消部分风险。
- ❖ **效果广告发力, 抵消品牌展示广告疲软态势。** 4Q16 公司品牌展示广告收入同比仅增长 11%; 效果广告收入增长 77%, 主要归因于视频会员的增加导致了品牌广告的下降, 以及部分展示广告向效果广告的转化。而我们认为效果广告的梯度接力间接反映广告价值的放大和收入多元化, 其中腾讯新闻广告收入 FY16 增长逾 1 倍, 对标今日头条, 信息流广告的收入贡献增长可期。相应内容成本预计会有所上调, 但长期而言对净利率影响有限, 尤其考虑视频会员的加速渗透(会员收入的净利率高于广告)。
- ❖ **移动支付加速渗透, 协同小程序打通线下。** 移动支付(包括微信支付与 QQ 钱包)月活及日均交易笔数均超 6 亿, 其中商业支付交易笔数同比增长了 2 倍。虽然小程序依旧处于尝试阶段, 且直接收入贡献甚微, 但我们认为小程序的推出在于增加低频 APP 的曝光率, 进而打通线下商户, 触达广泛的线下消费场景以此提高移动支付的渗透率。随着财付通市场份额的逐步提升, 有望挑战支付宝龙头地位, 而线下支付将为重要突破口。预计移动支付将成为公司未来长期增长新引擎。
- ❖ **维持买入评级, 目标价提升至 HK\$257.4。** 鉴于公司手游的强劲增长, 我们调高 FY17/FY18 调整后净利润预测 0.3%/1.8%, 同时调高其他收入(支付及云服务)增速、调低广告收入增速。预计 FY17/FY18/FY19 调整后 EPS 分别为 6.4/8.2/10.5, 目标价由 HK\$232.1 提升至 HK\$256.3, 相当于 FY18E 27.6x PE, 升幅为 15.3%。评级重申为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	102,863	151,938	211,729	273,125	339,193
调整后净利润(百万元人民币)	32,410	45,420	60,235	77,475	99,474
每股收益(元人民币)	3.4	4.8	6.4	8.2	10.5
每股收益变动(%)	33%	39%	33%	29%	28%
市盈率(x)	63.9	45.1	30.8	23.9	18.6
市帐率(x)	15.1	10.0	7.7	6.0	4.6
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
权益收益率(%)	23.8	22.3	25.2	25.1	24.9
净财务杠杆率(%)	40.3	46.5	16.0	2.2	净现金

来源: 公司及招銀国际研究

黄群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

腾讯(700 HK)

评级	买入
收市价	HK\$223.0
目标价	HK\$257.4
市值(港币百万)	2,115,321
过去 3 月平均交易(港币百万)	3303.0
52 周高低(港币)	229.8/152.2
发行股数(百万)	9476.9
主要股东	MIH TC Holdings(33.3%)
	马化腾(8.7%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	5.7%	4.1%
3 月	24.1%	10.1%
6 月	3.9%	1.5%

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)	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

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)	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

来源: 公司及招银国际研究

现金流量表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	29,108	41,447	60,751	78,138	100,326
折旧和摊销	6,674	7,494	7,116	6,844	6,650
营运资金变动	7,588	16,578	(23,078)	(3,250)	(9,073)
税务开支	7,108	10,193	13,335	17,152	22,023
其他	(5,047)	(10,193)	(13,335)	(17,152)	(22,023)
经营活动所得现金净额	45,431	65,519	44,789	81,733	97,903
购置固定资产、无形资产及土地	(13,105)	(12,100)	(7,000)	(7,000)	(7,000)
联营公司	(15,399)	(13,354)	(15,934)	(19,121)	(22,945)
其他	(35,101)	(45,470)	(5,509)	(5,732)	(5,913)
投资活动所得现金净额	(63,605)	(70,924)	(28,442)	(31,852)	(35,858)
股份发行	169	-	-	-	-
净银行借贷	13,029	44,168	-	-	-
股息	(2,640)	(4,603)	(5,914)	(7,607)	(9,766)
其他	7,970	(8,122)	-	-	-
融资活动所得现金净额	18,528	31,443	(5,914)	(7,607)	(9,766)
现金增加净额	354	26,038	10,433	42,274	52,279
年初现金及现金等价物	42,713	43,438	71,902	82,335	124,609
汇兑	371	2,426	-	-	-
年末现金及现金等价物	43,438	71,902	82,335	124,609	176,888
受限制现金	54,731	750	750	750	750
资产负债表中的现金	98,169	72,652	83,085	125,359	177,638

来源: 公司及招银国际研究

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

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 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。