

## 騰訊 (700 HK, HK\$203.0, 目標價: HK\$232.1 買入) — 1HQ16 業績點評

- ❖ **內容造血+手遊勁增，為增值服務注入持續動力。**1H16公司收入同比增長48%，達677億元，公司權益持有人應佔盈利199億元，同比增加40%；第二季度淨利潤創新高，大增47%至109億元。其中增值業務依舊靚麗，1H16增值收入同比增長37%至506億元。主要受益於網遊收入增長32%至171億元，該項增長主要來自玩家對戰及角色扮演類主要智慧手機遊戲的貢獻。手遊再創驚喜業績，次季手遊收入同比大漲114%。社交網路收入增長57%至86億元，受益於虛擬道具銷售以及訂購服務收入的增長。
- ❖ **多種載體+定向投放+城市開拓，拉動廣告增收上揚。**2Q16公司網路廣告收入同比增長60%至65億元；效果廣告收入增長80%至37億元，主要受益於微信朋友圈、移動端新聞應用及微信公眾帳號的效果廣告收入的增長。品牌展示廣告收入增長41%至28億元，主要受騰訊新聞及騰訊視頻收入的增長推動。目前公司效果廣告在向三四線城市下沉過程中已打造成成熟機制，地區性廣告主可通過廣告自助投放平臺購買三四線城市朋友圈定向流量。我們相信，隨著微信的高普及率、朋友圈廣告資源進一步開放及視頻、新聞、廣點通等多種載體的定向投放，公司廣告收入尚有巨大上升空間。
- ❖ **8億微信月活打造高凝聚力社區，加速“連接器”戰略落地。**基於QQ的極高覆蓋率，QQ月活增速放緩（QQ月活899百萬，同比增長7%），但近期視頻GIFS功能的引入、協力廠商線上教育平臺的合作及UGC直播服務的推出使得QQ及QQ空間利潤化改善。微信及WeChat的合併月活躍帳戶8億，同比增長34%。在功能佈局上：坐擁2000萬微信企業號，加速滲透辦公領域；拓展三四線城市以加速O2O戰略；佈局微信支付加速應用貨幣化。考慮微信月活的上升趨勢及貨幣化效率的改善，可以預期，微信強大的用戶粘性將推動“電商+付費表情+朋友圈廣告+遊戲平臺+支付”模式的發展，為騰訊的核心主業提供資源嫁接共創協同效應，並加速“連接器”戰略落地。
- ❖ **多元化投資佈局，打造“遊戲+音樂+視頻+文學”內容生態體系。**公司牽頭發起收購開發了《部落衝突》《皇室戰爭》的芬蘭手游開發商Supercell的84%股權（總金額86億美元），深化移動遊戲影響力；將QQ音樂業務與中國音樂集團CMC進行合併，拓展數位音樂業務。公司近期高調佈局遊戲文娛板塊，在強化核心競爭力的同時期待協同效應的釋放。我們認為，公司未來業績將持續受益於海量用戶及多管道收入，短期手遊及廣告將保持動力，長期雲計算及支付服務將逐漸釋放規模效應。基於公司主業的超預期增長及未來業務的可觀前景，我們調高2016財年收入至1590億元，目標價由192港幣提升至232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)	67.6	56.3	36.4	27.0	21.4
市帳率(x)	19.6	13.3	10.0	7.5	5.7
股息率(%)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
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

## 騰訊 (700 HK)

評級	買入
收市價	HK\$203.0
目標價	HK\$232.1
市值(港幣百萬)	1,921,662
過去3月平均交易(港幣百萬)	2928.5
52周高/低(港幣)	205/124
發行股數(百萬)	9403.9
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	4.3%	-0.2%
3月	22.8%	6.1%
6月	39.7%	15.9%

來源: 彭博

## 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

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>

來源: 公司及招銀國際研究

**資產負債表**

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
初步为期限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

來源: 公司及招銀國際研究

**現金流量表**

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>

來源: 公司及招銀國際研究

**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>
<b>增长 (%)</b>					
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
淨利潤	53.6	21.0	55.8	34.6	26.0
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
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
调整后淨利潤率	30.7	31.5	28.2	28.8	29.2
有效稅率	17.7	19.6	18.0	17.0	15.0
<b>資產負債比率</b>					
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
<b>回報率 (%)</b>					
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
<b>每股數據</b>					
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) 發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

### 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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。