

腾讯 (700 HK)

静待监管细则明朗化

我们预计腾讯 2Q21E 业绩符合预期，收入/调整后净利润同比增长 18%/8%。预计金融科技与商业服务将继续表现强势，抵消游戏及广告业务疲软的影响。我们认为市场已预期游戏收入增速放慢，建议聚焦近期法规影响。由于市场预期下半年监管收紧，估值或面临短期压力。我们预估股价支撑位为 402 港元，相当于 24 倍 2021 年预测市盈率（即历史底部估值）。我们下调 2021-23 年盈利预测 8-10%，并将目标价下调至 640 港元。基于盈利的可持续性及其稳健的长期增长逻辑，维持买入评级。

- **预计 2Q21E 业绩基本符合预期。**我们预测腾讯 2Q21E 收入/调整后净利润同比增长 18%/8%，较市场预期低 2%/1%。按业务分部，增值服务/广告/其他收入将同比增长 11%/21%/32%。鉴于市场预期较低，我们认为游戏增速放缓和利润率摊薄已被市场充分消化。投资者当前主要关注政策不确定性，包括未成年沉迷、税率变化及反垄断等方面。
- **游戏增速放慢，但广告及新业务表现稳健。**我们预计 2Q21E 游戏同比增长 8%（1Q21 为同比+17%），其中手游同比增长 12%（1Q21 为同比+19%）。我们认为市场已预期游戏在高基数下增速将正常化，以及 2Q21 上线新游数量有限。除了地下城及英雄联盟手游发行时间的不确定性之外，投资者更关注近期收紧的游戏法规。我们预计社交网络同比增长 15%，而广告将超预期，同比增长 21%，其中社交广告/媒体广告同比增长 24%/9%（1Q21 为同比+27%/7%）。尽管广告行业目前面临多重挑战，但腾讯视频 3Q21E 上线的头部内容有助于推动广告收入增长。
- **聚焦监管影响。**我们预计下半年监管继续趋严，伴随着更多具体监管细则出台。然而，考虑到 1) 腾讯游戏已配备防沉迷措施；2) 4Q20 未成年人对腾讯国内流水仅贡献 6%，我们认为近期回调更多是由情绪而非基本面驱动。在税收方面，我们预计包括游戏在内的互联网公司有效税率将会上升，源于企业所得税从 10% 提高到 15%（部分公司未能申请到重点软件企业资质）。根据我们的估算，新税率将对腾讯盈利造成 5-10% 的拖累。更多细节有望在腾讯 2Q21 业绩会披露。
- **维持买入评级。**为反映投资加码及潜在加税影响，我们将 2021-23 年盈利下调 8-11%，并将基于分部加总的目标价从 753 港元下调至 **640 港元**（相当于 31 倍 2022 年预测市盈率）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	377,289	482,064	582,013	706,392	848,978
同比增长(%)	20.7	27.8	20.7	21.4	20.2
净收入(百万元人民币)	94,351	122,742	131,209	164,043	197,142
每股盈利(元人民币)	9.7	12.7	13.7	17.1	20.5
每股盈利变动(%)	22.1	30.1	6.9	25.0	20.2
市场预测每股盈利(元人民币)	不适用	不适用	14.7	18.1	22.1
市盈率(倍)	38.6	29.6	27.5	22.0	18.4
市帐率(倍)	8.3	5.1	4.5	3.9	3.4
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	23.9	21.8	17.4	16.4	17.7
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$640
(此前目标价)	HK\$753
潜在升幅	+41.0%
当前股价	HK\$453.6

中国互联网行业

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

卢秋阳

(852) 3761 8728
miriamlu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	4,354,538
3 月平均流通量(百万港元)	14,980.30
52 周内股价高/低(港元)	775.5/ 422.0
总股本(百万)	9,600

资料来源：彭博

股东结构

Naspers	28.9%
马化腾	7.4%
Vanguard	2.6%

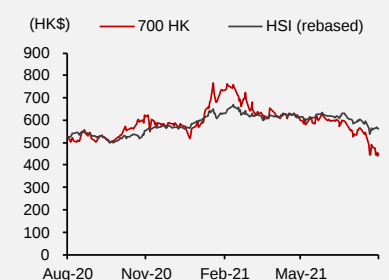
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-18.9%	-13.0%
3-月	-25.7%	-18.7%
6-月	-38.1%	-30.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

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关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。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

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	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。本公司可发布其公司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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。