

4/5/2022

個股研究

騰訊控股(700.HK)

**監管有望放寬，增長及利潤率料重回正軌；
維持「買入」評級**

遊戲業務待解封 - 去年內地監管環境困擾騰訊內地遊戲業務；惟內地遊戲版號重啟，行業曙光乍現，加上海外業務理想等，料下半年遊戲業務可回復正常增長態勢。

金融科技收入增長穩健 - 微信小程序的交易量料持續上升，並帶動騰訊商業支付金額增長；騰訊雲業務由關注收入規模改為關注盈利能力，有助改善虧損。

改變投資策略 - 騰訊由投資垂直行業的市場龍頭，改為投資處於發展階段的公司，削弱長遠競爭優勢，但能體現騰訊持股多年的聯營公司的投資價值。

估值 - 我們維持騰訊控股「買入」評級，估值下調至每股 692 港元。此估值是基於分類加總估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出來。以 2022 年 5 月 3 日收市價每股 380 港元計算，現價較估值有 **45.1%折讓**。

投資策略 - 去年內地監管環境影響騰訊網絡廣告、內地遊戲、投資等表現，下調估值以反映相關不利因素。但海外遊戲業務向好，金融科技及企業服務收入增長更遠勝預期，而未來數季內地監管環境有望放寬，集團今年收入或增 13.8%；內地互聯網行業競爭程度下跌，集團僱員及推廣開支可望下跌。因此維持騰訊「買入」評級，現價較估值有 **45.1%折讓**，建議投資者吸納。

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2020	2021	2022 E	2023E
收入 (百萬元人民幣)	482,064	560,059	633,523	736,829
增長率 (%)	27.8	16.2	13.1	16.3
股東應佔盈利 (百萬元人民幣)	159,847	224,822	153,425	166,053
增長率 (%)	71.3	40.6	-31.8	8.2
每股盈利 (元人民幣)	16.66	23.60	15.96	17.28
股本回報率 (%)	25.3	27.5	17.3	17.0
P/E (倍)	18.74	13.32	19.52	18.04
P/B (倍)	3.85	3.42	3.26	2.81

資料來源：公司年報及致富集團研究部

買入

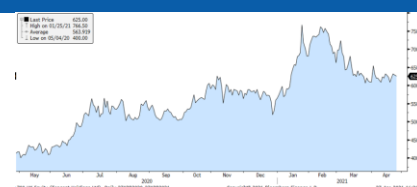
估值 692 元
前估值 779 元

上日收市價 **380 元**

公司簡介

集團主要收入來源為提供互聯網增值服務、金融科技及企業服務以及網絡廣告服務。

過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
700.HK	0.3	-16.5	-37.3
恒指	-4.3	-15.7	-25.6

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	297 元-640 元
市值	36,526 億元
已發行股數	96.12 億
每股帳面淨值	91.2 元人民幣

資料來源：彭博

莫易東 Byron, CFA

byron_mok@chiefgroup.com.hk

葉宇軒 Felix

felix_ip@chiefgroup.com.hk

劉志斌 Roy, CFA, FRM

roy_lau@chiefgroup.com.hk

內容

騰訊簡介	3
微信	3
遊戲業務	4
互聯網廣告	6
媒體廣告	7
社交及其他廣告	7
金融科技及企業服務	8
金融科技及企業服務分析	8
金融科技展望	9
企業服務展望	10
騰訊投資	11
財務分析	12
收入	12
毛利率	13
利潤率	14
現金循環週期	15
股東權益回報率	15
盈利質量	16
估值及預測	17
持續經營業務的估值	17
投資的估值	18
騰訊的估值	18
每股價值敏感度測試	19
損益表	19
資產負債表	20
現金流量表	20
評級釋義	21
免責聲明	22

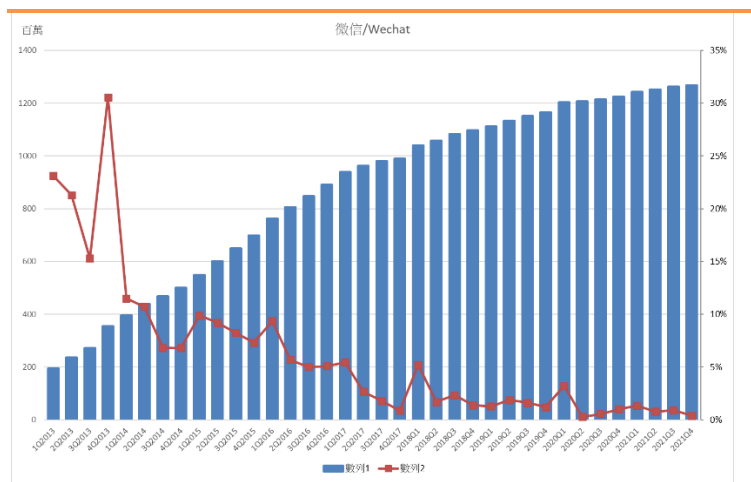
騰訊簡介

1998 年 11 月，騰訊於深圳特區成立，目前是中國流量最多，用戶時長最高的互聯網公司。我們可以將騰訊眾多的業務總括為幾大核心業務，一個是通訊及社交業務，也就是 QQ 及微信，而另一個就是數字內容，包括動漫、文學、影視、音樂、電競、信息流及遊戲事業。比較新的業務是騰訊正在大力發展的金融科技及企業服務。

微信

截至 2021 年 12 月底止，微信及 WeChat 合併月活數達到 12.68 億人，按年增長 3.5%，按季則增長 0.4%。

圖表 1：微信及 WeChat 合併月活躍戶數



資料來源：公司資料、致富集團研究部

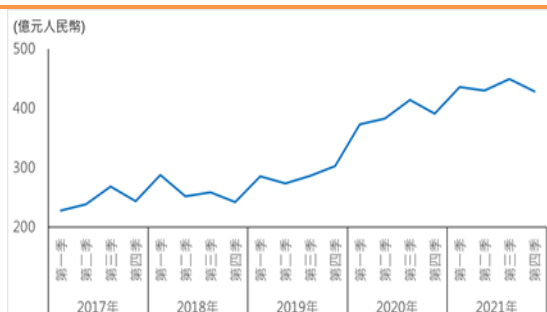
微信目前的發展重心仍然是視頻號，集團不惜延遲視頻號的商業化時間，也要令用戶得到更好體驗。集團的犧牲獲得不錯回報，視頻號的人均使用時長及總視頻播放量按年增長一倍以上。雖然目前視頻號仍未開放廣告庫存，但是視頻號的直播主已經能夠接受打賞，管理層表示打賞的收入已相當可觀，然而大部分的獲利歸直播主所有。另外，直播電商亦將會是視頻號的收入來源。

至於微信小程序幫助商家在其私域內管理用戶關係，商家都想方設法玩轉小程序，吸引用戶留存，愈來愈受商家重視。去年，商家自營的實物商品交易總額按年翻倍，有助集團的微信支付收入。

財報內提到，微信的健康碼累計用戶達 13 億，累計訪問量達 1,800 億次，成為疫情期間驗證健康和出行狀態的最常用電子通行證，顯示用戶對微信的依賴程度日漸加重。

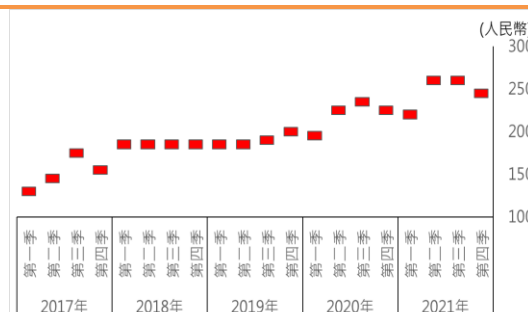
遊戲業務

圖表 2:網絡遊戲季度收入



資料來源：騰訊年報、公司網站、致富集團研究部

圖表 3:手機 QQ 和微信遊戲平均每付費用戶每季收入(ARPPU)



資料來源：騰訊年報、公司網站、致富集團研究部

2021 年全年騰訊遊戲收入按年增長近 12%，當中內地收入按年增長 6%，主要受《王者榮耀》、《使命召喚手遊》及《天涯明月刀手遊》等遊戲推動。不過，若單計去年第四季，內地市場遊戲收入按年僅增長 1%，當中對未成年人玩遊戲的限制措施，局限了內地業務增長。但那邊廂，騰訊遊戲在海外市場增長更為理想，全年收入錄得 31% 的按年增長，主要受到《PUBG Mobile》、《Valorant》、《荒野亂鬥》及《部落衝突》等遊戲強勁表現帶動。而第四季海外收入按年增長 34%，《Valorant》及《部落衝突:皇室戰爭》（《Clash Royale》）的新內容貢獻了部份增長。

圖表 4:騰訊遊戲收入(按地區)



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

所以，隨著海外業務增長勝過內地，第四季海外遊戲收入佔比進一步攀升至 31%，逐步走近集團「內外收入各佔一半」的願景。

展望今年上半年，海外市場收入或會面對些許負面影響。上年第四季，騰訊各個遊戲子公司的審計師，在定期審查現金收入轉化為收入的假設上作了點轉變，如計算遊戲付費週期上，由以往從玩家開始遊戲計，轉為自遊戲中開始付費計。期內 Supercell 的收入進行了調整，而今年第一季，騰訊旗下的 Riot Game 亦會出現同類的會計轉變，將為第一季海外收入帶來些許負面影響。

至於國內市場，由於對未成年人玩遊戲的限制措施令用戶時間減少，今年上半年收入將繼續受到影響。料上半年遊戲業務或許未能成為騰訊眾多業務中最大增長亮點。

不過，長遠而言，集團似乎仍積極探索遊戲業務的爆發力。而遊戲市場較偏向產品導向，關鍵仍在尋找爆款遊戲 IP (Intellectual property, 知識產權)。思路大致如下：

- 擴大現有 IP 滲透程度

例如集團旗下皇牌 IP《英雄聯盟》在 Netflix 拍成動畫《雙城之戰》，增加非核心玩家接觸該 IP，並轉化成新遊戲玩家的機會。《英雄聯盟》IP 亦滲透至不同遊戲平台（手遊版《英雄聯盟：激鬥峽谷》）、衍生不同玩法（回合制策略遊戲模式《金鏟鏟之戰》），擴大不同細分市場份額。

- 發掘遊戲矩陣中缺乏的類型

過去騰訊遊戲產品組合裡，缺乏了如其內地最大對手網易的《明日之後》這類開放世界生存手遊，而旗下光子工作室自主研發的《黎明覺醒》，有待發布。

而隨著內地手機遊戲市場逐漸進入成熟期，業界逐步深度發掘一些非核心玩家，例如女性玩家，騰訊亦推出女性向遊戲，如今年推出的《璀璨星途》、《延禧攻略之鳳凰于飛》等。

- 授權 IP 手遊化

事實上《延禧攻略之鳳凰于飛》是由電視劇集 IP 轉化，去年騰訊亦有將日本人氣動畫 IP 遊戲化，如《數碼寶貝新世紀》、《妖精的尾巴 力量覺醒》等；亦有將海外人氣遊戲 IP《真·三國無雙 霸》手遊化。而今年騰訊內地遊戲業務增長焦點，或許在其旗下天美工作室群與微軟 Xbox Game Studios 合作的即時戰略 (RTS) 手遊《重返帝國》，此作為微軟遊戲工作室旗下人氣遊戲 IP《世紀帝國》(Age of Empires) 衍生，剛在第一季上線，或許能於內地帶來點熱度。

因此，騰訊不論在國內及海外遊戲業務，新遊戲 IP 仍具長線的增長潛力。再者過去騰訊投放於未成年人玩遊戲的限制措施上的資源，往後將會重返於遊戲運營和增強遊戲內容上，對內地業務增長有利。再者，停擺已久的遊戲版號核發於四月中正式重啟，整個遊戲行業開始解封，預期騰訊內地遊戲業務在未來數季有望逐步回復正常的增長態勢。

惟海外市場增長空間較大，預期未來數年，海外遊戲業務的增長將會較快。隆重其事，騰訊推出遊戲發行品牌 Level Infinite，將向國際市場玩家發行騰訊內部工作室和第三方開發商的遊戲作品，既有助鞏固海外發行渠道，又可將旗下於國內已發展成熟的皇牌遊戲推出國際。因此，預期騰訊長線仍具收入增長動力。

互聯網廣告

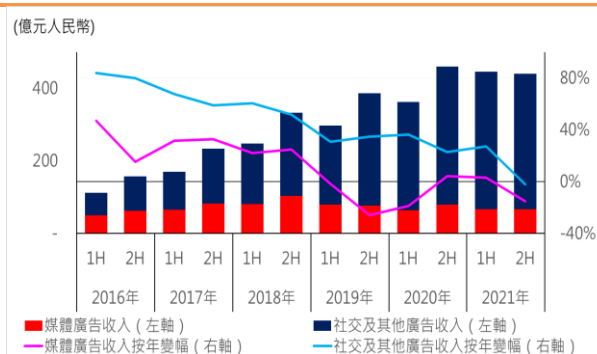
圖表 5:騰訊網絡廣告收入



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

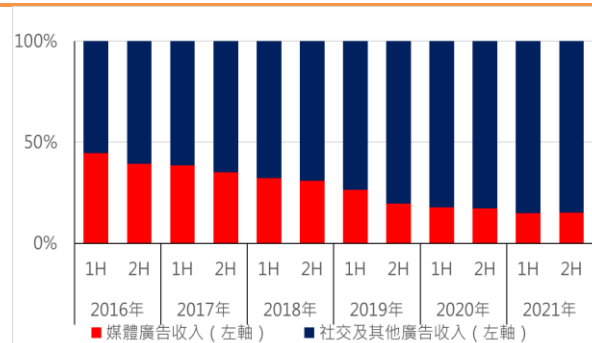
去年全年騰訊網絡廣告收入增長了近 8%。不過，單計下半年收入，反而較 2020 年同期錄得了 4.4%跌幅（圖 5 中紅線）；尤其第四季，更按年跌 12.8%。不難想像，上年度教育、遊戲、內房等各行各業受到監管環境轉變影響，盈利出現不確定性，廣告需求隨之下降，打擊了廣告業界整體盈利。這些行業當中，如教育行業，正是 2020 年騰訊廣告收入主要貢獻者，難免對騰訊去年網絡廣告收入造成打擊。加上，網絡廣告行業自身的監管措施，例如開屏廣告限制，令網絡廣告收入雪上加霜。

圖表 6:騰訊網絡廣告收入明細



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

圖表 7:各類網絡廣告分類收入佔比



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

網絡廣告收入的兩個分部：「社交及其他廣告」收入及「媒體廣告」收入，下半年均錄得按年跌幅。

媒體廣告

至於「媒體廣告」分部收入按年下跌 7%；下半年收入按年跌 15%；第四季更按年跌 25%，勢頭甚為難堪，除了歸因於廣告需求不足外，亦受到集團減少皇牌劇集和綜藝節目發行量所影響。考慮到上半年內地積極的防疫措施、更嚴格的審查等因素，預期今年上半年劇集節目發行數量仍會不足。

不過，「媒體廣告」分部收入已連續三年收縮，2021 年下半年佔整體廣告業務收入跌至 15%（圖 7），影響性越來越不關鍵。關鍵仍在「社交及其他廣告」裡。

社交及其他廣告

「社交及其他廣告」分部收入按年增長 11%，惟下半年收入按年跌 2.1%（圖 6 中藍線）；第四季更按年跌 10%。正如上文提到，教育、遊戲等行業的廣告需求疲弱，移動廣告聯盟及微信朋友圈的廣告收入減少。或許，內地監管只屬暫時性，估計不會持續改變，當受影響行業適應新監管環境，回復盈利能力，廣告需求應隨之恢復。

正如前文提過，用戶對微信的依賴程度日漸加重，加上管理層在電話會議，提到有意在今年稍後時候，啟動短視頻廣告的測試和優化，料集團廣告庫存量將繼續穩健增長，可受惠市場廣告需求回復。而集團預期年底廣告業務可能重返增長步伐。

圖表 8:騰訊網絡廣告毛利率



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

廣告業務收入下降，但服務器與頻寬等固定成本依舊，難免對集團毛利率造成壓力。加上視頻號服務發展涉及成本，而行業激烈競爭格局亦難令內容成本下降，去年第三及第四季毛利率持續下滑至 42.6%。

估計今年上半年毛利率進一步下滑，直至最後一季廣告行業收入恢復增長時，才有望回歸昔日水平。

金融科技及企業服務

金融科技及企業服務分析

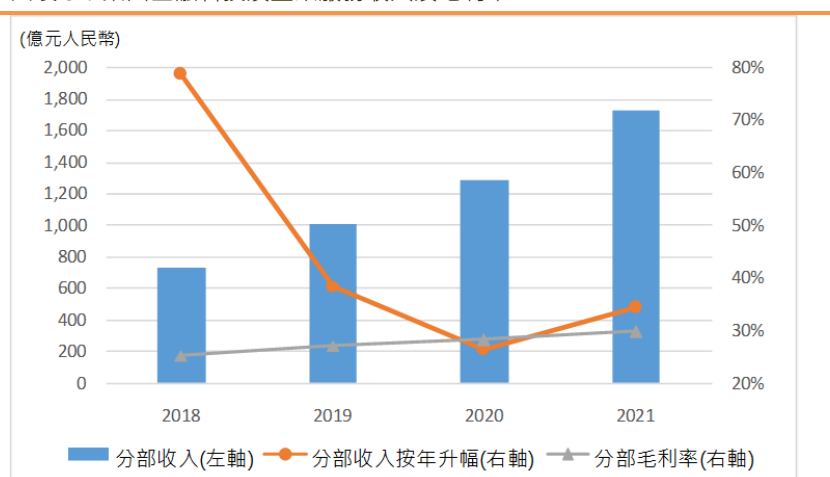
2021 年，集團的金融科技及企業服務收入增長再度提速，增長 34.4%至 1,722 億元人民幣。

單計去年第四季，金融科技及企業服務的收入按年增速為 24.6%，主要由於商業支付金額的增加令金融科技收入上升，加上互聯網服務、公共交通和零售行業對集團服務的使用增加令企業服務收入增長所致。

在 2020 及 2021 年報中，集團並沒有拆解金融科技及企業服務各自的收入。2019 年，集團表示企業服務的收入多於 170 億元人民幣，我們可以假設該收入為 175 億元人民幣(170 億元至 179 億元人民幣的中位數)，如果我們保守估計集團 2020 年及 2021 年的企業服務收入年增速皆為 30%的話，則 2021 年企業服務收入為 226 億元人民幣左右，即是金融科技收入或達 1,426 億元人民幣。

2021 年集團金融科技及企業服務收入上升，主要由於業務規模擴大及微信小程序的交易量(GMV)上升，令商業支付金額上升，金融科技收入因而上升；惟去年並無再如 2020 年般特別提及理財服務，估計集團的理財服務收入增長因集團的保守策略而受限；亦由於傳統產業的數字化及互聯網行業的視頻化趨勢，加上及自 2020 年 11 月合併易車的企業服務收入的貢獻，令集團的企業服務收入上升所致。

圖表 9：集團金融科技及企業服務收入及毛利率



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

集團金融科技及企業服務的毛利率連年擴大。去年集團毛利率為 29.8%，高於 2020 年的 28.3%。

毛利率按年上升，主要由於金融科技業務的收入增長很大程度是基於小程序的 GMV 上升，令支付收入增加，而此並不需要很大的額外建設成本投入。企業服務方面，雖然集團正推動較高毛利率的 PaaS 及 SaaS 業務，而較低毛利率的 IaaS 業務收入佔比估計有所下跌，惟集團同時加大雲計算專業人才及運營的持續投入，因此毛利率是升是跌還是未知之數。

金融科技展望

市場關注內地當局對集團的金融科技上的監管，特別是(i)會否要求騰訊把金融科技業務從集團分割出來，把騰訊的金融科技業務視作類似銀行的機構，從而加強監管，及(ii)內地要求互聯網平台「互聯互通」的主旋律，如何改變現時的市場競爭狀況。

金融科技如被分割出來的影響

市場有聲音憂慮微信支付或被監管當局要求成為一個獨立的 App，或微信支付的數據需要與集團的其他業務或 App 有所分隔。對此，集團於業績會上作出了解答。

集團表示，正與監管當局探討有關集團是否需要為金融科技業務成立金融控股公司，好讓監管機構更易地掌握集團金融科技的業務及財務狀況，從而更好地掌控系統性風險。

集團同時表示，成立金融控股公司對集團來說是正面的，主要由於集團將得到金融牌照以及發展更多金融業務。我們認為，集團或因此而有更多空間與金融行業合作夥伴一起推出更多合規及普惠的金融科技產品。

另外，集團表示，金融科技與集團其他業務的分隔，主要將體現於組織架構之上，而不會對集團的營運上構成重大不利影響。我們認為，微信支付並不會被要求成為一個獨立的 App，而微信支付所得的客戶數據或能繼續於集團內部分享。

不過，如集團把金融科技業務歸入一間金融控股公司，集團此分部的資金將接受嚴格的金融監管，例如或有存款準備金率要求或投資風險限制，此或對集團的投資表現造成不利影響。

互聯網平台「互聯互通」對金融科技收入的影響

去年，中國科企被監管機構要求開通其生態平台。今年 3 月，市傳集團及阿里巴巴(9988.HK)再有互通新進展：淘寶應用程式內部正測試微信支付。

有內媒表示，淘寶正針對小範圍內開啟對微信支付功能的內部測試，並在支付選項中新增了與微信支付相關的兩種支付模式，分別是「微信掃碼支付」和「去微信找朋友幫忙付」。

一直以來，由於內地幾乎每人必有微信，亦即幾乎每人必有微信錢包，而大家也有每天多次打開微信的習慣，因此線下購物時，大多人會慣性選擇使用微信支付，而不是支付寶。相反，由於網上購物市場被阿里巴巴旗下的網站，特別是淘寶壟斷，而淘寶並不接受使用微信支付，故大部份人於線上皆會使用支付寶作支付方法。

如果以上淘寶讓微信支付成為支付方法的消息屬實，則對微信支付的支付收入有很大直接幫助，同時騰訊可以得到更多消費者數據，對其微信支付分的建立，以至理財業務亦有所幫助。

不過，另一邊廂，騰訊亦或需容許淘寶建立小程序，此或一定程度打擊微信正在建立的微商生態圈，壓制微商 GMV 乃至集團的支付收入增長。

企業服務展望

以往，行業及集團一樣一直致力把雲業務的規模做大。集團的做法是，為其服務提供重大折扣以吸引用家，同時，為了能更好地滿足客戶所需，集團花費大量人力及資源為客戶提供度身訂造的硬件管理及軟件服務，有很多項目亦因而只能得到很低的利潤率，甚至需要虧損。同時，集團花費大量市場推廣開支以獲得企業客戶。

然而，集團的策略將會有所改變，不會再不惜工本地做大企業服務的規模。集團認為企業服務已達至合理規模，亦已和企業客戶保持良好關係，因此，集團未來將著力健康的增長。集團將會提供更多標準化產品，讓更多企業使用同一款產品，而不需要為每一個企業度身訂造方案，從而節省研發及推廣成本。

另外，集團亦期望把企業上雲的流程更標準化。2021 年 11 月 3 日，於騰訊數字生態大會上，騰訊雲首次正式對外公布分散式雲戰略，同時發布行業首家全域治理(Running Anywhere)的雲原生(Cloud Native)作業系統遨馳(Orca)。

Orca 未來會作為集團為企業客戶進行私有化部署時的交付方案。Orca 旨在為企業客戶在多雲、混合雲場景下提供一致的產品服務和體驗，並且通過集中管控，統一管理位於不同位置的雲資源和業務應用，幫助使用者在任意位置獲取需要的雲資源與雲服務，讓雲無處不在。

集團正透過 Orca 協助富智康及三洋等大型製造商進行電子化轉型，令它們的生產過程更加智能化、自動化，從而令它們提高生產效率及生產力。

同時，集團將持續推動部份只使用 IaaS 的企業客戶使用 PaaS。PaaS 有較高的利潤率，而且價格更易控制，亦不會出現 IaaS 業務有時會出現的轉售硬件相關損失。

PaaS 發展上，集團推出多項利潤率高的項目，項目包括保安、視頻雲、即時通訊資料庫等。集團的 PaaS 收入增長快於其 IaaS，此將有助改善集團企業服務的利潤率。另一方面，集團 SaaS 收入增長亦快速，亦有高於 IaaS 的利潤率。

業績會上，集團表示其企業服務仍處於虧損階段。不過，按以上收入結構的轉變，企業服務要錄得盈利是有可能的，惟可能還需數年時間。

騰訊投資

如果單從綜合收益表看，騰訊的投資收益主要收錄於其他收益淨額的「處置及視同處置投資公司的收益淨額」及「以公允價值計量且其變動計入損益的金融資產的公允價值收益淨額」，2021 年全年「處置及視同處置投資公司的收益淨額」的收益按年大升 3.84 倍至 1,180.51 億元人民幣，主要因為分派京東集團股票，令京東的投資價值反映表內，產出約 780 億元人民幣的收益。加上「以公允價值計量且其變動計入損益的金融資產的公允價值收益淨額」的 475.60 億元人民幣，總共為騰訊貢獻了 1,656.11 億元人民幣的盈利。

然而騰訊 2021 年全年的盈利不是騰訊投資收益的全部，其餘的投資收益並未有紀錄於綜合收益表內，而是紀錄在其他全面收益的「以公允價值計量且其變動計入其他全面收益的金融資產的公允價值變動收益淨額」。由於去年內地互聯網企業的一輪恐慌性拋售，包括騰訊有份投資的企業，影響此收益淨額轉虧 161.66 億元人民幣，減少了股東權益。

上述兩項投資收益總共為騰訊帶來 1,494.45 億元人民幣的表內收益，紀錄於資產負債表內。但是 2021 年全年騰訊更大的投資收益變動是來自騰訊投資的聯營公司的上市企業公允值變動部份，並未有入賬，屬於表外收益。原因是聯營公司是以成本入賬，最新的公允值不會顯示於資產負債表內。

2021 年全年，騰訊的聯營公司的上市企業賬面值為 2,007.85 億元人民幣，但公允值達到 6,346.61 億元人民幣，換言之，騰訊的財報隱藏了 4,338.76 億元人民幣資產。但經過計算，騰訊聯營公司的上市企業的公允價值變動收益為負 3,769.78 億元人民幣。

合計全部表內表外的投資收益，投資實際為騰訊 2021 年全年帶來 2,275.33 億元人民幣的資本減值。

投資策略改變

過去互聯網巨頭通過投資垂直行業的市場龍頭，打通用戶數據，擴大自己對用戶的影響範圍，鞏固自身競爭優勢，但由於中國政府打擊反壟斷及資本無序擴張，此一策略已難再實現。

因此，騰訊亦改變過往投資策略，在可見將來，公司會逐步退出持股的已發展壯大的上市公司股權，如同最近的京東股權分派，而將套現的資金投資處於發展階段的公司。我們相信此舉有機會限制騰訊觸達互聯網的各行各業，削弱集團長遠的競爭優勢，但會逐步體現騰訊持股多年的聯營公司的投資價值。

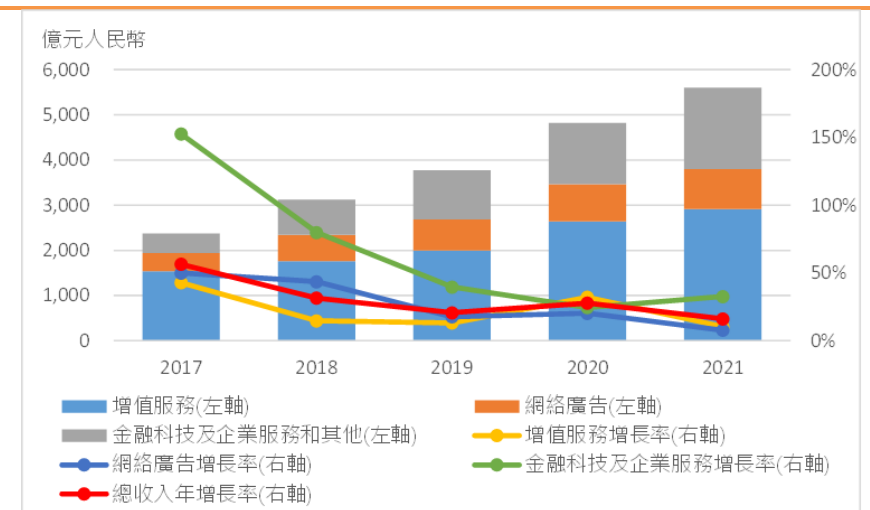
另外，由於互聯網巨頭被限制無序擴張，反而會令行業回歸理性，過去不停燒錢給客戶優惠的擴張政策恐會收斂。騰訊總裁劉熾平預期，集團會逐步控制市場宣傳開支及員工成本，削減甚至退出非核心業務。預計此等措施的效果將會於今年下半年之後逐漸顯現，2023 年之後會有更穩定的利潤率。

財務分析

收入

集團 2021 年收入增長 16.2%，至 5,601 億元人民幣，比我們預期的 5,727 億元人民幣略低 2.2%。

圖表 10：集團各分部收入表現



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

從分業務上看，集團增值服務收入升 10.4% 至 2,916 億元人民幣。增值服務收入包括(i)網絡遊戲收入及(ii)社交網絡收入。網絡遊戲收入增長 11.7% 至 1,743 億元人民幣，主要受《王者榮耀》、《使命召喚手遊》及《天涯明月刀手遊》等遊戲推動。網絡遊戲之中，來自內地的收入增長受限，主要因為去年第四季開始，未成年人玩遊戲受各種限制；反之，來自海外的收入則大幅增長，主要受《PUBG Mobile》、《Valorant》、《荒野亂鬥》及《部落衝突》等遊戲強勁表現帶動。社交網絡方面，收入增長 8.5% 至 1,173 億元人民幣，主要由於合併虎牙的直播服務，加上視頻號直播服務、視頻付費會員服務的收入上升致。

網絡廣告收入增長 7.8%，至 887 億元人民幣。此分部收入上半年增長強勁，之後隨廣告主及集團的廣告業務在第三季及第四季適應新的經濟及監管環境，集團的廣告收入於下半年大幅放緩，之後更出現下滑情況。網絡廣告業務全年收入增長反映出必需消費品行業的穩健需求，以及合併易車及搜狗的廣告收入貢獻，部分被包括教育、房產及保險等廣告主所在行業的監管變化，以及網絡廣告行業自身的監管措施（如開屏廣告限制）帶來的影響所抵銷。受廣告主對微信廣告資源需求增加的推動，社交及其他廣告收入增長 10.8% 至 753 億元人民幣。媒體廣告收入下降 7.1% 至 133 億元人民幣，主要由於受到充滿挑戰的宏觀環境及內容發佈延遲的影響，騰訊新聞及騰訊視頻等媒體廣告收入下滑。

金融科技及企業服務方面，收入升 34.4% 至 1,722 億元人民幣，主要由於業務規模擴大及微信小程序的交易量(GMV)上升，令商業支付金額上升，金融科技收入因而上升，加上傳統產業的數字化及互聯網行業的視頻化趨勢，以及自 2020 年 11 月合併易車的企業服務收入的貢獻，令集團的企業服務收入上升所致。

我們預期，內地未成年人玩遊戲限制措施及會計轉變，將分別局限國內及國外遊戲收入表現。但隨著內地重啟遊戲版號核發，加上集團花在未成年人遊戲限制措施上的資源將重回遊戲運營及內容上等因素，料集團今年遊戲業務仍可錄輕微增長。再加上預期社交網絡增值服務收入穩定增長，料整體增值服務收入今年可上升3.1%，至3,006億元人民幣。

網絡廣告收入方面，集團短視頻廣告有望帶動廣告庫存量，再者年底廣告行業有望改善，估計今年網絡廣告有望增長6.5%，至944億元人民幣。而金融科技及企業服務收入將錄得33.6%的年增長率至2,301億元人民幣，加上其他收入，估計集團今年收入將增長13.8%，至6,373億元人民幣。

毛利率

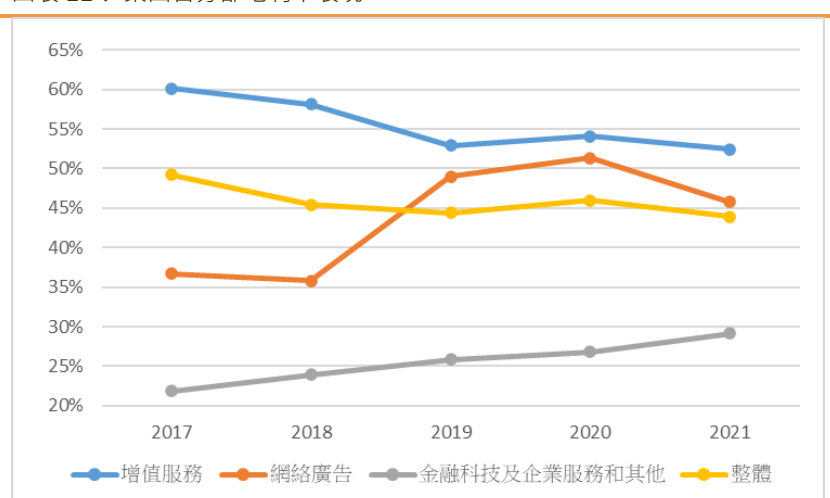
2017年至2019年期間，集團毛利率一直下跌，終於在2020年止住下跌勢頭，但去年又再度下滑。

集團去年的毛利率下跌，主要由於(i)金融科技及企業服務的毛利率只有29.8%，收入佔比最大的增值服務毛利率則有52.5%，而去年金融科技及企業服務的收入增速較增值服務快得多，因此金融科技及企業服務把集團整體毛利率拖低了，同時(ii)集團增值服務及網絡廣告分部各自的毛利率也有所下跌。

增值服務方面，由於視頻號直播服務相關的收入分成成本、遊戲的渠道及內容成本增加速度較快，令毛利率下跌。網絡廣告方面，教育、遊戲等行業的廣告需求疲弱，而服務器與頻寬等固定成本依舊，加上視頻號服務發展涉及更多成本，網絡廣告毛利率因而下跌。金融科技及企業服務方面，毛利率上升，主要由於金融科技業務的收入增長很大程度是基於小程序的GMV上升，令支付收入增加，而此並不需要很大的額外建設成本投入。

2022年，我們預期集團全年毛利率會由去年43.9%，輕微下跌至42.4%。這預測主要基於(i)毛利率最低的金融科技及企業服務收入還在中期的發展階段，此收入增速預期遠高於增值服務及網絡廣告，因此將拖低集團毛利率；及(ii)網絡廣告因監管及疫情因素而需求疲弱所致。

圖表 11：集團各分部毛利率表現



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

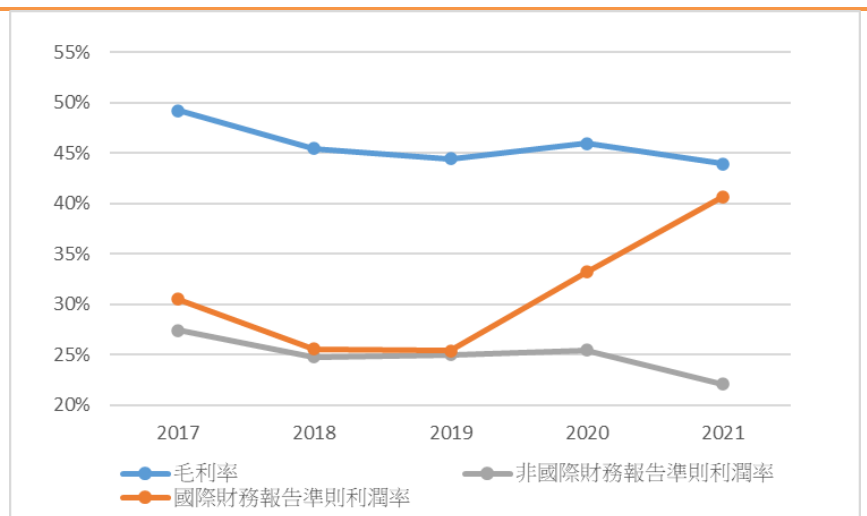
利潤率

去年集團利潤率大幅上升，主要由於去年「處置及視同處置投資公司的收益淨額」的收益按年大升(因為分派京東集團股票，令京東的投資價值反映表內)，加上錄得大額「以公允價值計量且其變動計入損益的金融資產的公允價值收益淨額」所致。

集團的非國際財務準則利潤率撇除了投資的影響，可更直接了解到集團三大業務分部的表現。集團的非國際財務準則利潤率由 2017 年的逾 27%，下跌至 2018 年至 2020 期間的約 25% 水平，其後於去年更進一步下跌至 22% 水平。

2022 年，我們預期集團增值服務毛利率將保持平穩，網絡廣告毛利率將因行業需時消化監管及疫情因素而下跌，但金融科技及企業服務的毛利率將輕鬆上升，主要由於金融科技的規模效應料持續顯現，加上企業服務升級所致，而集團整體毛利率料由 43.9%，下跌至 42.4%，除了由於上述因素外，還基於金融科技的收入增長料持續高於增值服務及網絡廣告，而其毛利率卻是最低的。另外，去年分派京東集團股票屬一次性收益，而今年將沒有此巨大收益，因此料集團的國際財務準則利潤率將回落至 24.4% 左右。

圖表 12：集團毛利率、國際會計準則利潤率、非國際會計準則利潤率表現

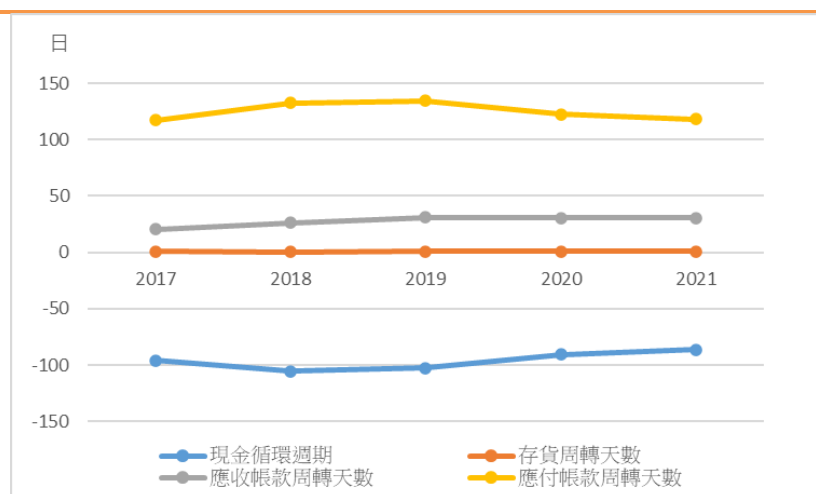


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

現金循環週期

於 2017 年至 2019 年，集團的現金循環週期一直是負數，而且是負 80 天甚至是更長的負天數，反映集團於上下游產業鏈中具有超強談判能力。去年，集團的現金循環週期為負 86 天，維持優秀表現。

圖表 13：集團現金循環週期



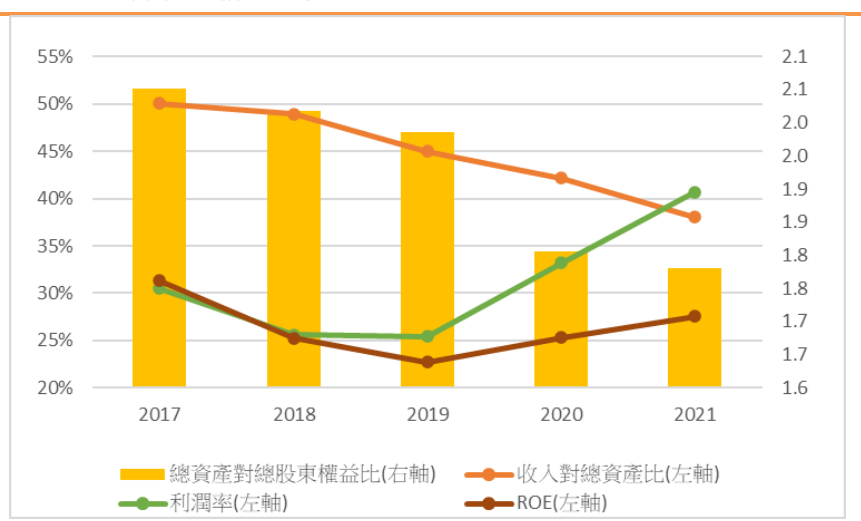
資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

2017 年至 2021 年期間，集團應付帳款周轉天數一直保持於 117 天至 135 天之間，但應收帳款周轉天數只保持於 20 天至 32 天之間，應收帳款周轉天數遠比應付帳款周轉天數為短。

股東權益回報率

去年集團 ROE 由 2019 年的 25.3%，上升至 27.5%。集團 ROE 小幅回升，主要由於利潤率大幅上升，但被槓桿下跌及收入對總資產比下跌所部份抵銷所致。

圖表 14：集團現金循環週期

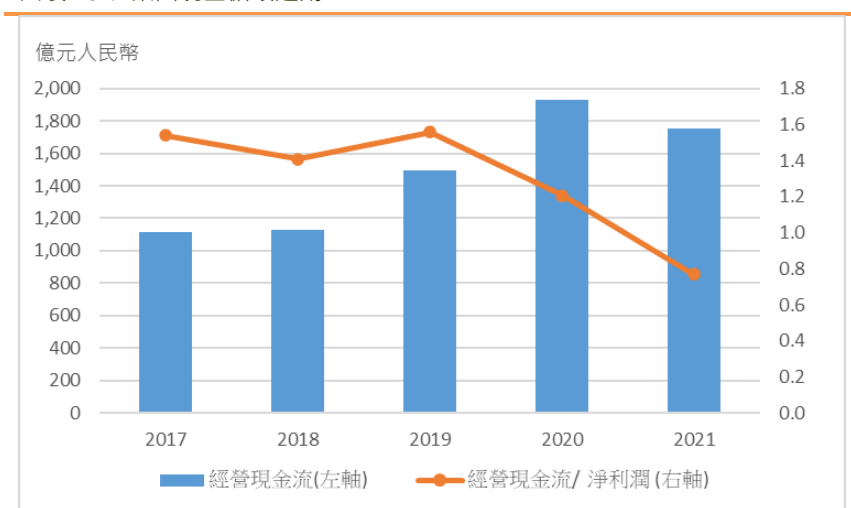


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

去年，集團的投資增長速度高於集團的借貸速度，令集團槓桿下跌，對集團 ROE 構成壓力。另外，去年集團持有的投資組合增長過快，令集團的收入對總資產比下跌，此亦對集團的 ROE 構成壓力。幸而，去年集團的利潤率大升，才令 ROE 抵住以上兩大壓力，並得以小幅反彈。

盈利質量

圖表 15：集團現金循環週期



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

去年集團的經營現金流由 2020 年的 1,941 億元人民幣，下跌 9.8%，至 1,752 億元人民幣。

另外，集團的經營現金流對淨利潤比重，於 2017 年至 2020 年期間皆保持於 1.0 之上，反映集團的盈利具質量。集團不但能使用其部份經營現金流來應付經濟需要，更能以多出的現金流來應付投資活動的資金需要。於 2021，集團的經營現金流對淨利潤比重只有 0.8，主要由於很大部份淨利潤是基於分派京東股票而產生的，而此並不會產生經營現金流。

我們預料，2022 年，集團的經營現金流對淨利潤比重將重返 1.0 之上。

估值及預測

由於騰訊的資產由「持續經營業務」性質的及「投資」性質的所構成，因此估算騰訊市值時採用「分類加總估值法」(Sum of the parts valuation) 較為合適，亦即是對兩者各自採用不同的估值方法，估算各自的潛在價值，然後將其總和，作為騰訊整體的潛在價值估算。

持續經營業務的估值

由於集團的「持續經營業務」能夠產生穩定的現金流，因此會採用「現金流折現法」(Discounted Cash Flow) 估算。

一般「股權自由現金流」由集團的「經營活動現金流」減去期內的「資本性支出」，再加上集團的「淨借貸」而得出，但由於集團借貸的目的，有較大機會用於投資方面，因此，此部份在計算自由現金流時暫時剔除借款相關的考慮，留待計算「聯營及合營公司的投資價值」部份才反映。另外，「資本性支出」中，「媒體內容」的無形資產添置亦會計算在內。

百萬元人民幣	2020 年	2021 年	2022 年 (預測)	2023 年 (預測)
股權自由現金流	127,520	113,212	126,519	151,102

在計算潛在價值時，作了以下假設：

- 股權自由現金流的年增長率，由 2023 年的約 19%，以直線形式續年遞減至 2026 年的 3%，往後的年增長維持於該 3% 水平；
- 貼現率為 7%。

按此計算，截止 2022 年 4 月底，「持續經營業務」的市值約值 4.15 萬億元人民幣。

投資的估值

至於集團投資在聯營及合營公司的資產，主要按其截至 2021 年 12 月 31 日止的市值計算，但當中「於聯營公司的投資」部份的「非上市的公司」市值，由於沒有市場價值作參考，因此以「相對價值法」估計其價值。

據公司財務報表的公布，截至 2021 年 12 月底止，「於聯營公司的投資」的上市企業合計約 2,007.9 億元人民幣的賬面淨值，同時市值為 6,346.6 億元人民幣，推算市賬率 (PB) 約為 3.2 倍；而五年平均 PB 為 3.1 倍。

圖表 XX：騰訊旗下聯營上市公司的市賬率



資料來源：騰訊財務報告、致富集團研究部

若以五年平均 PB 水平推算，非上市公司的市值約 3,538 億元人民幣。再加上其餘以公允價值計量且其變動計入損益及其他全面收益的金融資產（以投資公司為主），扣減上文提到的有息借貸，估計投資部份的市值為 1.13 萬億元人民幣。

騰訊的估值

持續經營業務的 4.15 萬億元人民幣估值，加上 1.13 萬億元人民幣投資價值，以及截至 2021 年 12 月 31 日時騰訊所擁有的約 1,680 億元人民幣現金及現金等價物，估計騰訊整體的市值為 5.44 萬億元人民幣。

按截至 2021 年 12 月 31 日集團已發行的 96.08 億普通股，及每 1 港元兌 0.82 元人民幣的匯率計，估計騰訊的每股價值為 692 港元。

每股價值敏感度測試

		長期自由現金流年增長率				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
貼 現 率	5.5%	780	879	1,019	1,229	1,579
	6.0%	700	775	874	1,013	1,221
	6.5%	639	696	770	868	1,006
	7.0%	590	635	692	765	863
	7.5%	549	586	632	688	761
	8.0%	516	546	583	628	684
	8.5%	488	513	544	580	624
	9.0%	463	485	511	541	577

損益表

百萬元人民幣	2020 年	2021 年	2022 年 (預測)	2023 年 (預測)
增值服務收入	264,212	291,513	300,636	318,857
網絡廣告收入	82,271	88,666	94,419	101,219
金融科技及企業服務收入	128,086	172,195	230,122	305,667
收入	482,064	560,059	633,523	736,829
毛利	221,532	245,944	269,195	307,641
銷售及市場推廣開支	(33,758)	(40,594)	(45,919)	(53,407)
一般及行政開支	(67,625)	(89,847)	(101,632)	(118,205)
經營盈利	184,237	271,620	181,794	197,406
除稅前盈利	180,022	248,062	173,747	188,047
所得稅開支	(19,897)	(20,252)	(18,283)	(19,787)
年度盈利	160,125	227,810	155,464	168,259
股東應佔盈利	159,847	224,822	153,425	166,053

資產負債表

百萬元人民幣	2020 年	2021 年	2022 年 (預測)	2023 年 (預測)
資產	1,333,425	1,612,364	1,725,235	1,951,601
非流動資產	1,015,778	1,127,552	1,278,707	1,420,259
物業、設備及器材	59,843	61,914	64,329	67,003
無形資產	159,437	171,376	185,300	200,713
聯營/合營公司的投資	305,258	323,188	364,116	399,425
流動資產	317,647	484,812	446,528	531,342
應收賬款	44,981	49,331	57,352	66,727
現金及現金等價物	212,580	167,966	212,580	264,658
負債	555,382	735,671	807,928	886,274
非流動負債	286,303	332,573	365,238	400,656
借款	112,145	136,936	150,386	164,969
應付票據	122,057	145,590	150,620	130,220
流動負債	269,079	403,098	442,690	485,618
應付賬款	94,030	109,470	126,407	151,641
借款	14,242	19,003	20,869	22,893
遞延收入	82,827	87,846	95,548	111,129
權益	778,043	876,693	917,307	1,065,327

現金流量表

百萬元人民幣	2020 年	2021 年	2022 年 (預測)	2023 年 (預測)
經營活動現金流量	194,119	175,186	198,798	231,111
投資活動現金流量	-181,955	-178,549	-202,699	-235,646
融資活動現金流量	13,647	21,620	46,465	54,018
現金及現金等價物結餘	152,798	167,966	212,580	264,658

評級釋義

評級	說明
買入	現價較估值有超過 30%折讓
中性	現價正處於估值正負 30%變幅的區間之內
沽出	現價較估值有超過 30%溢價

免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中所推介的股份存有權益。



www.chiefgroup.com.hk