

19/9/2022

個股研究

騰訊控股(700.HK)

封控影響今年中期表現，惟核心競爭力不變
維持「買入」評級

視頻號成亮點 - 微信視頻號上半年總用戶使用時長已超過朋友圈八成，並已於今年 7 月推出廣告。集團預期，視頻號廣告將會是一個顯著的收入增長點，潛能更可能大於朋友圈廣告。

遊戲業務新作貢獻收入 - 遊戲業務仍受制後疫情時代影響，惟集團國內推出的新作貢獻收入增長，而海外發行品牌 Level Infinite 亦將有新作推出，料未來數季遊戲業務將改善。

金科收入因大市因素增長放緩，企服聚焦健康成長 - 社會消費品零售總額下跌，惟集團商業支付金額仍錄增長，如下半年消費市道好轉，此收入增長將更強勁；企業服務聚焦健康增長，縮減虧損業務，雖然收入下跌，但毛利率有改善。

估值 - 我們維持騰訊控股「買入」評級，估值下調至每股 605 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 9 月 16 日收市價每股 293.2 港元計算，現價較估值有 51.5%折讓。

投資策略 - 今年上半年為騰訊上市後首次收入按年倒退，原因主要包括國內經濟放緩、去年行業監管措施影響持續、後疫情時代對遊戲行業造成不利等因素。但遊戲版號重啟、視頻號推出廣告、下半年經濟逐步正常化等因素，我們估計全年收入將有 2.4%增長。我們維持騰訊「買入」評級，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	573,463	621,403
增長率 (%)	27.8	16.2	2.4	8.4
股東應佔盈利 (百萬元人民幣)	159,847	224,822	147,959	162,098
增長率 (%)	71.3	40.6	-34.2	9.6
每股盈利 (元人民幣)	16.8	23.6	15.4	16.9
股本回報率 (%)	25.3	27.5	17.2	16.2
P/E (倍)*	27.3	15.3	16.8	15.3
P/B (倍)*	6.3	4.3	2.7	2.3

資料來源：騰訊年報及致富集團研究部

www.chiefgroup.com.hk

買入

估值 **605 元**
前估值 692 元

上日收市價 **293.2 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	-3.2%	-20.1%	-33.0%
恒指	-5.4%	-6.6%	-23.9%

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	293.2 元-494.5 元
市值	28,200 億元
已發行股數	96.18 億
每股帳面淨值	83.6 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.....	5
金融科技及企業服務.....	7
騰訊投資.....	8
回饋股東.....	9
財務分析.....	9
收入.....	9
毛利率.....	10
利潤率.....	11
股東權益回報率.....	12
現金循環週期.....	12
盈利質量.....	13
估值及預測.....	14
持續經營業務的估值.....	14
投資的估值.....	15
騰訊的估值.....	15
每股價值敏感度測試.....	16
損益表.....	16
資產負債表.....	17
現金流量表.....	17
評級釋義.....	18
免責聲明.....	19

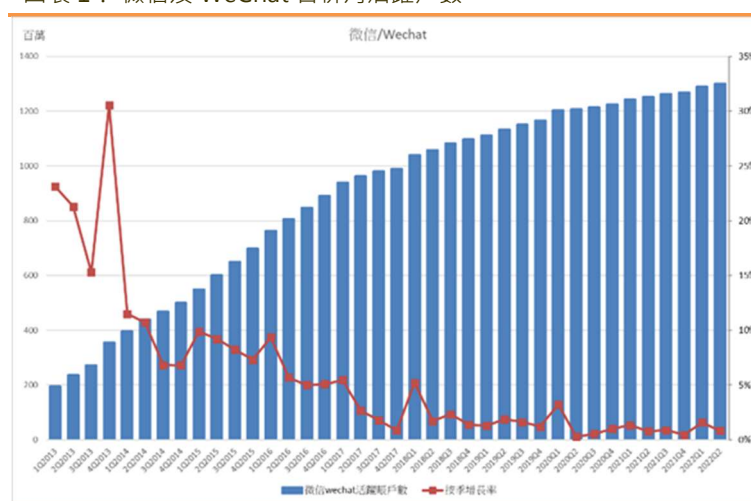
騰訊簡介

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 2022 年 6 月底止，微信及 WeChat 合併月活數達到 12.99 億人，按年增長 3.8%，按季則增長 0.8%。

圖表 1：微信及 WeChat 合併月活躍戶數



資料來源：騰訊資料、致富集團研究部

微信視頻號之前幾年的努力開始得到回報，期內總用戶使用時長已經超過朋友圈的八成。視頻號總視頻播放量按年增長超過兩倍，基於人工智能推薦的視頻播放量按年增長超過四倍，日活躍創作者數和日均視頻上傳量同比增長超過一倍。

集團之前為保護用戶體驗，不惜延遲視頻號的商業化時間，但目前用戶參與度已十分可觀，集團已於今年 7 月開始推出視頻號信息流廣告，最初以合同形式銷售，8 月底前會以競價形式提供額外廣告庫存。

集團預期，視頻號廣告將會是一個顯著的收入增長點。目前短視頻廣告市場以抖音及快手(1024.HK)為廣告客戶主要刊登短視頻廣告的對象，集團相信視頻號廣告將會搶奪這個市場的好一部份份額。

集團表示，視頻號廣告的變現進程將會類似於朋友圈，會逐步增加廣告庫存，但由於短視頻廣告市場比起當初的朋友圈廣告已非常成熟，廣告客戶需求強勁，預期視頻號廣告的變現速度將快於朋友圈。

另外，集團提到視頻號廣告的價格會略低於朋友圈，但不會比抖音及快手的價格低。而且朋友圈的廣告加載率只有 2%至 3%，而預期視頻號最終的廣告加載率可以達至 14%至 16%，因此視頻號的廣告收入潛能將大於朋友圈。

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：騰訊遊戲收入（按地區）



資料來源：騰訊年報、公司網站、致富集團研究部

2022 年上半年騰訊國內國外遊戲業務均面臨考驗，收入按年微跌約 0.7%；第二季收入按年更跌 1.2%。不過，相對全球手遊玩家消費額倒退程度，騰訊第二季算是具韌性。

整合有關 Sensor Tower 商店數據情報，今年全球手遊玩家在 App Store 和 Google Play 的消費明顯地較去年的低，6 月及 7 月更按年下降了約 10%，相信後疫情時代對全球遊戲行業造成的影響，仍會延續至下半年。

縱使如此，騰訊國際遊戲業務收入以固定匯率計算大致穩定。旗下《VALORANT》及新作《夜族崛起》的貢獻，抵銷了《PUBG Mobile》及《荒野亂鬥》收入下跌的影響。

至於內地遊戲業務同時受到後疫情時代影響，加上大型遊戲發佈數量下降、未成年人保護措施等原因，令內地遊戲業務收入按年減少了約 1%。而皇牌遊戲《王者榮耀》、《天涯明月刀手遊》及《英雄聯盟》收入下滑，但靠著《英雄聯盟手游》、《重返帝國》及《金鏢鏢之戰》等較新的遊戲收入增加抵銷了跌幅。這或許反映內地遊戲市場玩家趨向追尋新上線遊戲，未來騰訊能否推出新遊戲，料將成為收入增長關鍵。

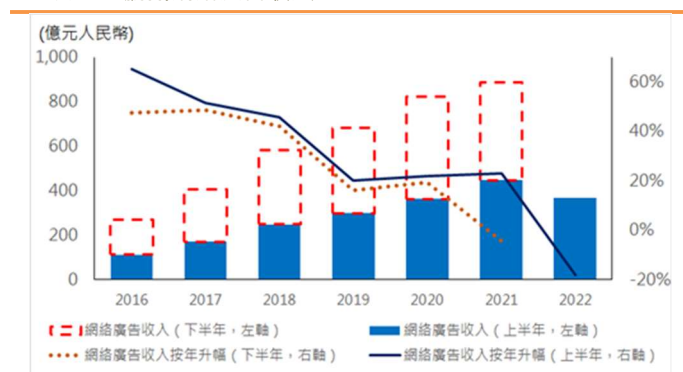
自第二季內地重啟審批遊戲版號，騰訊一直落空。直至 9 月，騰訊旗下的《健康保衛戰》獲批，加上現時騰訊仍有其他遊戲版號存量，有能力推出新作。第三季騰訊在國內發佈《暗區突圍》、《英雄聯盟電競經理》、《指尖領主》等作品，而代理遊戲《全境封鎖 2》、自研的《黎明覺醒》等亦有待上線。此外，6 月下旬在騰訊《Spark 2022》遊戲發佈會上，公開了《代號：致金庸》、《我們的星球》、《阿凡達：潘朵拉邊境》等作品，相信未來數季這些新作，有望為騰訊內地市場業務帶來收入增長空間。

至於海外遊戲業務的焦點，將會是其在內地大熱作品《王者榮耀》於海外發行的情況，騰訊海外發行品牌 Level Infinite 計劃於年底前向全球玩家推出該作。而現時 Level Infinite 上已發佈的作品，除上文提到的《夜族崛起》外，下半年亦會發行《Tower of Fantasy》等遊戲，估計這些作品可協助騰訊於下半年抵禦後疫情

時代所造成的影響，直至明年後疫情時代的影響逐步變弱，料可重拾增長動力。值得注意的是，隨著騰訊海外遊戲作品越來越多透過其旗下渠道發行，料渠道及分銷成本可漸漸減少，改善整體毛利率。

互聯網廣告

圖表 4：騰訊網絡廣告收入

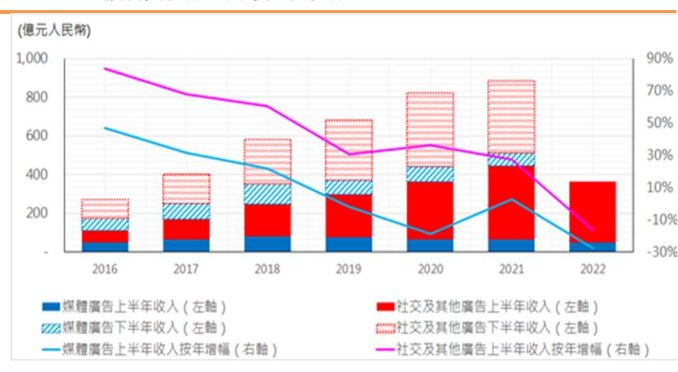


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

今年上半年網絡廣告業務收入（圖 4 中藍線）按年下跌 18.0%，當中「社交及其他廣告」分部收入按年跌 16.3%。期內內地部份地區曾實施更嚴格的防疫措施，難免令商業活動受到影響，廣告需求減少，而互聯網服務、教育及金融行業的廣告需求疲軟，繼續困擾騰訊廣告業務表現。

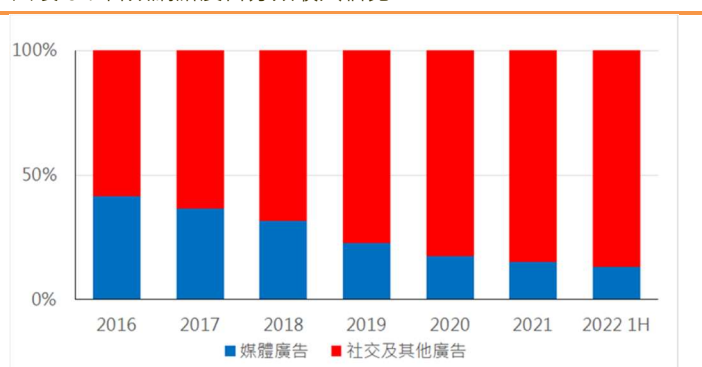
不過，隨後內地逐步放寬防疫措施，加上多個地區全力推出刺激消費政策，尤其是於 5 月底降低車輛購置稅，刺激汽車行業促銷活動，汽車廣告需求上升。同時，6 月亦有 618 促銷活動，廣告業務開始出現改善。或許下半年內地廣告行業可逐步回復正常狀態，騰訊網絡廣告業務有望趁機改善過來，尤其是「社交及其他廣告」分部。

圖表 5：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 6：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

承如上文提到，視頻號廣告有望成為顯著的收入增長點，今年上半年總用戶使用時長已超朋友圈的八成，基於人工智能推薦的視頻播放量、日活躍創作者數及日均視頻上傳量均以倍數速度增長。雖然其價格略低於朋友圈，但廣告加載率卻更高，好壞效果互相抵銷後，視頻號廣告的變現速度較快，下半年有望為「社交及其他廣告」分部收入帶來改善空間。

至於「媒體廣告」分部收入按年跌 27.5%，主要受騰訊視頻及騰訊新聞的廣告收入減少所致，上半年該分部佔網絡廣告業務收入僅約 13.2%，下半年難言為騰訊收入增長帶來明顯貢獻。

圖表 7：騰訊網絡廣告毛利率



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

至於網絡廣告毛利率連跌三季後，今年第二季終於有所改善，由第一季的約 37% 升至 41%，不過相比去年全年毛利率 46% 仍然有距離。畢竟，收入受壓，但同時面對服務器成本、頻寬成本等經營槓桿，尤其視頻號推出，增加了頻寬成本，但上半年視頻號尚未商業化，毛利率因而受壓。

隨著 7 月開始推出視頻號信息流廣告，有望於下半年帶來毛利。加上預期內地廣告行業將逐步回復正常，為騰訊網絡廣告收入帶來改善，配合第二季騰訊實施內容成本管理、精簡人手等的降本增效措施，估計未來數季網絡廣告的毛利率仍可繼續改善。

金融科技及企業服務

2022 年上半年，集團的金融科技及企業服務收入增長大幅放緩，按年只升 5.0% 至 850 億元人民幣。

今年上半年金融科技及企業服務收入增長令人失望的主因，其實與大環境有關，而非集團的企業因素。

今年 3 月中至 5 月期間，中國部分城市再次出現疫情，對上半年消費市道產生負面影響。今年上半年，中國社會消費品零售總額按年下跌 0.7%，其中，除汽車以外的消費品零售額按年跌 0.1%。集團上半年多個類別的支付交易金額亦因而遭受負面影響，特別是交通出行、餐飲服務及服裝等類別。

不過，集團的商業支付金額期內仍能錄得按年增長，而不用倒退，反映集團的表現已優於大市。

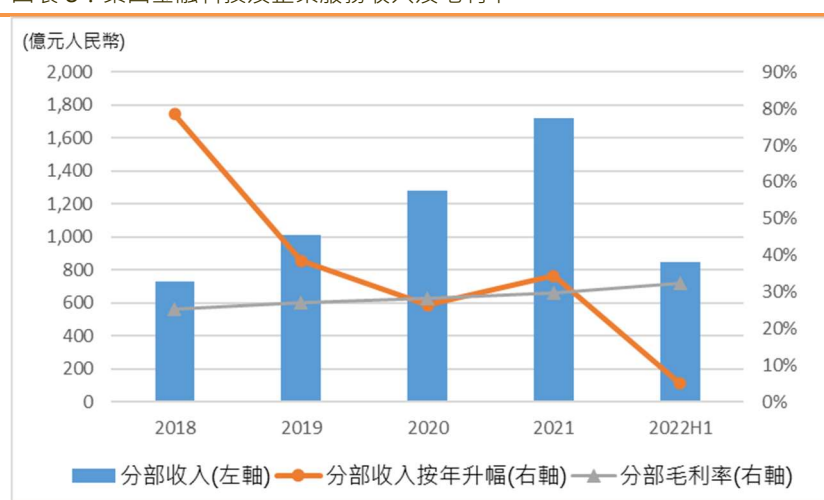
2022 年 6 月，隨著內地疫情規模又再減小，社會消費品零售總額經歷連續 3 個月的按年倒退後又再回復正增長，集團商業支付金額的按年增速亦已恢復至一成以上。

內地疫情為不可抗力及無法預測的因素，而集團的金融科技收入表現優於大市，已足以令我們放心。

企業服務方面，集團重新聚焦於企業服務的健康增長，主動縮減虧損業務，因此此分部的收入按年有所倒退。按雲的服務類型劃分，PaaS 方面，集團旗下分布式數據庫產品 TDSQL 收入於第二季按年增長超過 30%，佔期內雲服務收入超過 5%；SaaS 方面，騰訊會議推出了載有多種應用的應用市場，令會議體驗更豐富。

企業服務之中，集團更大力度地專注於自研產品之上，特別是數據庫、大數據、人工智能等，來自自研產品的收入按年有所增長。

圖表 8：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

集團的金融科技及企業服務毛利率連年擴大，去年為 29.8%，高於 2020 年的 28.3%，於今年上半年更進一步升至 32.4%。

此分部毛利率按年上升，主要由於(i)金融科技的毛利率遠高於企業服務，而期內金融科技收入上升，同時企業服務收入下跌，加上(ii)企業服務方面，集團聚焦高質量的收入增長，推動較高毛利率的 PaaS 及 SaaS 業務，以及專注自研產品，並減少虧損項目，令企業服務毛利率有所提升。

展望未來數年，集團將繼續為增加企業服務的毛利努力，並著力縮減此業務的虧損情況。

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」，2022 年中期「處置及視同處置投資公司的收益淨額」的收益按年大幅增加 148.8%至 238.6 億元人民幣，主要因為集團減持聯營公司 Sea Limited 獲得 184.8 億元人民幣。可是「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」只有 10.8 億元人民幣，按年大幅減少 96.3%，兩者總共為騰訊貢獻了 249.4 億元人民幣的盈利。

然而騰訊 2022 年中期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」。由於上半年內地互聯網企業拋售持續，包括騰訊有份投資的企業，影響此收益淨額轉虧 1,204.3 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 954.9 億元人民幣的表內虧損，紀錄於資產負債表內。但是 2022 年中期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。

2022 年中期，騰訊的聯營公司的上市企業賬面值為 1,798.5 億元人民幣，但公允值達到 4,700.3 億元人民幣，換言之，騰訊的財報隱藏了 2,901.8 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 1,437.0 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 2022 年中期帶來 2,391.9 億元人民幣的資本減值。

回饋股東

集團管理層認為目前騰訊的股價十分低殘，被市場大幅低估。因此，集團考慮持續於市場回購自身股票，回饋股東。集團今年上半年已於市場回購 1,860.44 萬股，7、8 月仍持續回購。

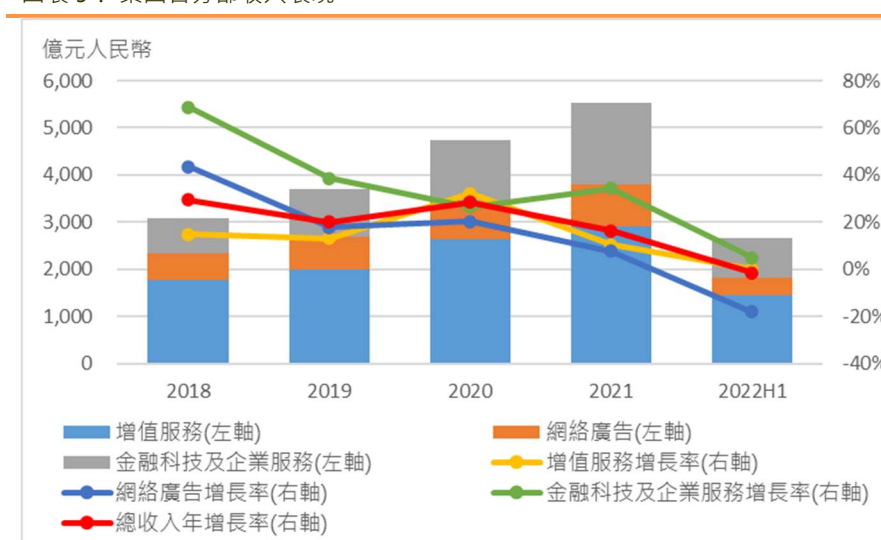
另外，於去年分派京東(9618.HK)股權的事件中，我們得知騰訊改變過往投資策略，公司會逐步退出已發展壯大的上市公司股權。至於退出方式，集團可能會分派實物股權來回饋股東，或直接套現，將資金投資處於發展階段的公司。

財務分析

收入

集團 2022 年上半年收入按年倒退 1.5%，至 2,695 億元人民幣，為其上市後第一次出現按年倒退的中期收入。

圖表 9：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，集團增值服務收入按年大致持平，為 1,444 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。網絡遊戲收入按年微跌 0.7%，當中第二季更跌 1.2%；後疫情時代對全球遊戲行業造成不利影響，集團國際遊戲業務收入以固定匯率計算大致穩定，不過，內地遊戲業務除了受後疫情時代影響，還有大型遊戲發佈數量下降、未成年人保護措施等原因，收入按年減少了約 1%。社交網絡方面，收入按年微增百分之一至 583 億元人民幣，主要基於視頻號直播服務及數字內容訂購服務的收入增長，但音樂直播及遊戲直播的收入減少的綜合影響。

網絡廣告收入按年大跌 18.0%，至 366 億元人民幣，主要由上半年內地部份地區曾實施更嚴格的防疫措施，令商業活動受到影響，廣告需求減少所致。社交及其他廣告收入按年跌逾 16% 至 318 億元人民幣；媒體廣告收入按年跌逾 27% 至 48 億元人民幣。

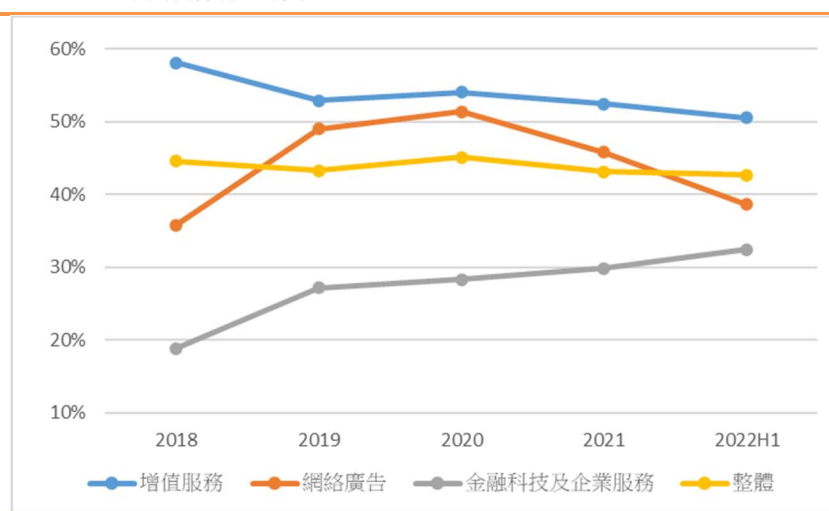
金融科技及企業服務方面，收入按年升 5.0% 至 850 億元人民幣，主要基於商業支付金額上升，以及集團主動縮減效益低的企業服務業務的綜合影響所致。

我們預期，集團今年增值服務收入將上升 3.3%，至 3,011 億元人民幣，網絡廣告收入將倒退 7.4%，至 821 億元人民幣，而金融科技及企業服務收入將錄得 6.6% 的年增長率至 1,836 億元人民幣，加上其他收入，估計集團今年收入將增長 2.4%，至 5,735 億元人民幣。

毛利率

集團毛利率由 2020 年的高位 46.0%，跌至去年 43.9%，於今年上半年進一步下跌至 42.6%。

圖表 10：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

集團上半年的毛利率按年由 45.8% 下跌至 42.6%，主要由於(i)金融科技及企業服務的毛利率只有 32.4%，收入佔比最大的增值服務毛利率則有 50.5%，而去年金融科技及企業服務的收入增速較增值服務快，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、遊戲的內容成本增加速度較快，令毛利率下跌。網絡廣告方面，內地疫情擴大令商業活動受不利影響，加上互聯網服務、教育及金融行業的廣告需求疲軟，同時面對服務器成本、頻寬成本等經營槓桿，尤其視頻號推出，增加了頻寬成本，但上半年視頻號尚未商業化，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(i)金融科技的毛利率遠高於企業服務，而期內金融科技收入上升，同時企業服務收入下跌，加上(ii)企業服務方面，集團聚焦高質量的收入增長，推動較高毛利率的 PaaS 及 SaaS 業務，以及專注自研產品，並減少虧損項目，令企業服務毛利率有所提升。

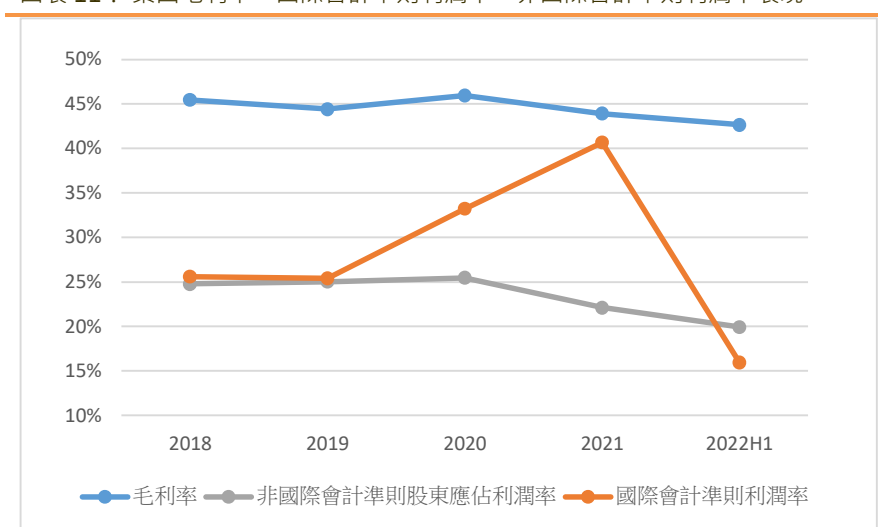
2022 年，我們預期集團全年毛利率將會按年下跌。這預測主要基於(i)毛利率最低的金融科技及企業服務收入還在中期的發展階段，此收入增速預期高於增值服務及網絡廣告，因此將拖低集團毛利率；及(ii)上半年內地防疫措施令網絡廣告需求減少等原因。

利潤率

今年上半年集團國際會計準則利潤率按年由 33.6% 跌至 15.9%，主要由於集團的投資公允值收益大幅下跌，若不考慮投資表現的話，非國際會計準則股東應佔利潤率按年由 24.5%，下跌至 19.9%，主要由於內地疫情令集團收入增長緩慢，加上毛利率受壓所致。

集團已著手控制開支，措施包括(i)關閉非核心業務及重疊的業務，特別在網上教育、網上商業及遊戲直播等領域；(ii)於虧損的業務上控制成本，例如數字內容服務及規模較小的社交媒體產品；(iii)減少推廣開支及減少投資低回報的項目，特別是減少目的為取得更多客戶的項目；(iv)把所有內部服務轉移至騰訊雲以節省成本及提高營運效率；(v)集團以不同方式令僱員人數於第二季比第一季淨減少約 5,500 人。

圖表 11：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

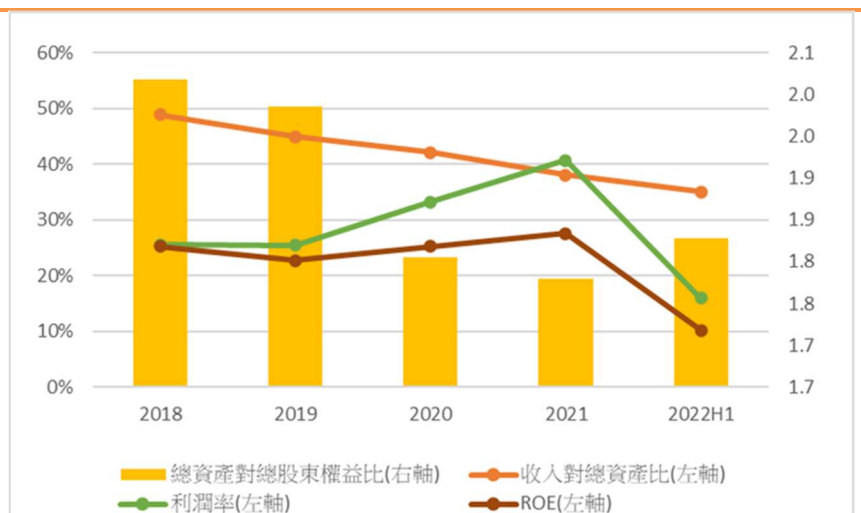
2022 年，我們預期集團增值服務毛利率將由 52.5% 下跌至 51.0%，網絡廣告毛利率將由 45.8%，下跌至 42.0%，但金融科技及企業服務的毛利率將上升 3.2% 至 33.0%；另一方面，金融科技收入增長料持續高於增值服務及網絡廣告，而其毛利率卻是最低的；基於以上兩因素，我們預期集團今年毛利率將由 43.9%，輕微下跌至 43.4%。

毛利率下跌，加上集團投資公允值升幅收窄，將令集團國際會計準則利潤率繼續受壓，惟集團多項節省開支措施料能紓緩國際會計準則利潤率跌幅，預料集團今年國際會計準則利潤率將由去年 40.7%，下跌至 26.1%。

股東權益回報率

今年上半年集團年化 ROE 只有 10.9%，比 2018 年至 2021 年都要大幅低得多。集團 ROE 跌至較低水平，主要由於投資公允值收益下跌及毛利率下跌令國際會計準則利潤率下跌，加上收入增長放緩所致，但被槓桿上升抵銷部份不利影響。

圖表 12：杜邦分析

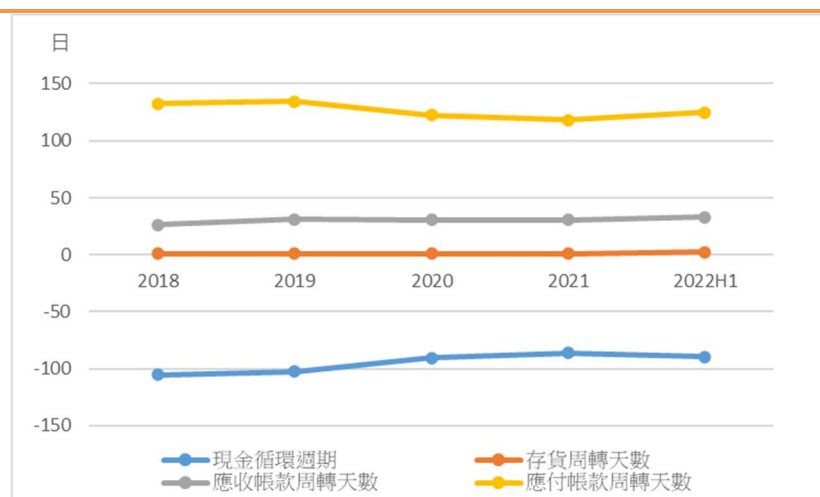


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

現金循環週期

長久以來，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。今年上半年，集團的現金循環週期為負 90 天左右水平，維持優秀表現，較去年負 86 天更佳。

圖表 13：集團現金循環週期

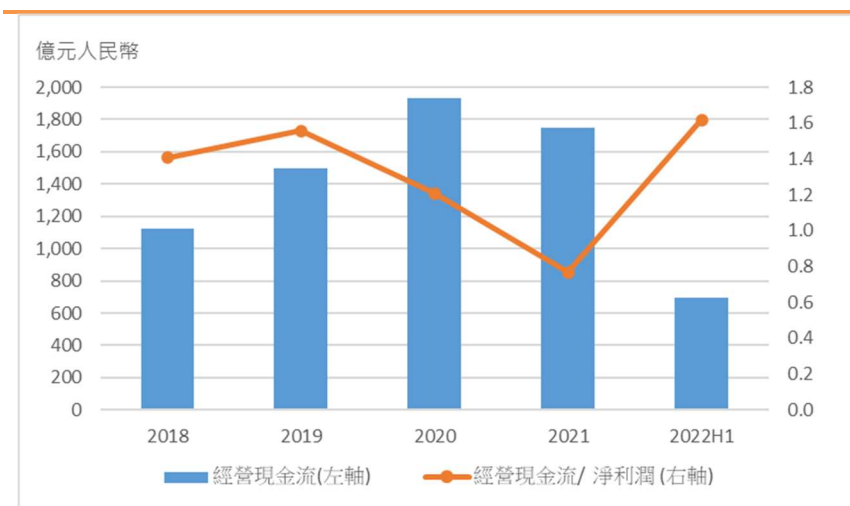


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

2018 年至 2021 年期間，集團應付帳款周轉天數一直保持於 118 天至 135 天之間，但應收帳款周轉天數只保持於 26 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。今年上半年，集團應收帳款周轉天數繼續遠比應付帳款周轉天數為短。

盈利質量

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

今年上半年集團的經營現金流為 695 億元人民幣，按年跌 16.2%。

另外，集團的經營現金流對淨利潤比重，長久以來皆保持於 1 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。

今年上半年，集團的經營現金流對淨利潤比重已重返 1.6；我們預料，今年全年集團的經營現金流對淨利潤比重將保持於 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	102,771	132,794

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 年開始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 8 月底，「持續經營業務」的市值約值 4.04 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 2022 年 6 月 30 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 2022 年 6 月底止，「於聯營公司的投資」的上市企業合計約 1,798.53 億元人民幣的賬面淨值，同時市值為 4,700.31 億元人民幣，推算市賬率 (PB) 約為 2.6 倍；而五年平均 PB 為 3.16 倍。

圖表 15：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 4,119 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 8,936 億元人民幣。

騰訊的估值

持續經營業務的 4.04 萬億元人民幣估值，加上 8,936 億元人民幣投資價值，以及截至 2022 年 6 月 30 日時騰訊所擁有的約 1,847 億元人民幣現金及現金等價物，估計騰訊整體的市值為 5.12 萬億元人民幣。

按截至 2022 年 8 月 31 日集團已發行的 96.18 億普通股，及每 1 港元兌 0.88 元人民幣的匯率計，估計騰訊的每股價值為 605 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%	681	771	898	1087	1403
	6.0%	611	678	768	893	1082
	6.5%	556	608	675	764	889
	7.0%	512	553	605	672	760
	7.5%	476	510	551	602	669
	8.0%	446	474	508	549	600
	8.5%	421	444	472	505	546
	9.0%	399	419	443	470	503

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	301,104	311,628
網絡廣告收入	82,271	88,666	82,148	100,545
金融科技及企業服務收入	128,086	172,195	183,553	201,908
收入	482,064	560,059	573,463	621,403
毛利	221,532	245,944	248,966	276,184
銷售及市場推廣開支	(33,758)	(40,594)	(41,566)	(45,040)
一般及行政開支	(67,625)	(89,847)	(91,997)	(99,688)
經營盈利	184,237	271,620	174,840	191,462
除稅前盈利	180,022	248,062	167,556	183,569
所得稅開支	(19,897)	(20,252)	(17,631)	(19,316)
年度盈利	160,125	227,810	149,925	164,253
股東應佔盈利	159,847	224,822	147,959	162,098

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	1,616,111	1,731,858
非流動資產	1,015,778	1,127,552	1,192,651	1,242,182
物業、設備及器材	59,843	61,914	64,204	66,658
無形資產	159,437	171,376	184,578	198,727
聯營/合營公司的投資	305,258	323,188	349,027	322,379
流動資產	317,647	484,812	423,460	489,676
應收賬款	44,981	49,331	49,446	57,589
現金及現金等價物	212,580	167,966	206,693	254,614
負債	555,382	735,671	701,503	647,943
非流動負債	286,303	332,573	380,369	351,327
借款	112,145	136,936	173,910	160,632
應付票據	122,057	145,590	150,620	130,220
流動負債	269,079	403,098	321,134	296,616
應付賬款	94,030	109,470	105,119	120,796
借款	14,242	19,003	21,900	20,228
遞延收入	82,827	87,846	89,223	96,682
權益	778,043	876,693	914,608	1,083,915

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	171,302	212,033
投資活動現金流量	-181,955	-178,549	-174,663	-216,194
融資活動現金流量	13,647	21,620	25,877	32,030
現金及現金等價物結餘	152,798	167,966	192,532	222,751

註*：《主要財務指標》中過往的市盈率及市帳率按該財年的收市價及滙率計算。

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