

28/4/2021

個股研究

騰訊控股(700.HK)

Non-IFRS 盈利增長加快、投資成績喜人；維持「中性」評級

遊戲耗盡疫情紅利 - 旗下數款主打遊戲上市，料可延續遊戲業務收入增長勢頭；惟復工因素，以及內地市場激烈的競爭格局下，估計今年遊戲業務收入增長將稍為放緩。

金融科技增長穩健 - 支付業務增速快且無懸念，而助貸及理財還在起步階段，監管對其現有業務影響較小；雲業務規模效應漸現，惟轉虧為盈需時。

騰訊投資 - 2020 年是騰訊投資的豐收年，騰訊持有的互聯網上市公司大幅升值，合計全部表內表外的投資收益，投資實際為騰訊 2020 年帶來 7,553.91 億元人民幣的資本增值。

估值 - 我們維持騰訊控股「中性」評級，估值上調至每股 796 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 2021 年 4 月 27 日收市價每股 625.00 港元計算，現價較估值有 21.5%折讓。

投資策略 - 2020 年，騰訊各項業務增長均好於我們預期，尤其是受惠於疫情的遊戲業務，成為去年收入增長的主要功臣。展望今年，我們估計集團今年收入將增長 20.9%。我們維持騰訊「中性」評級，由於業務增長較預期好及投資令資本大幅增值，我們將估值上調至每股 796 港元，現價較估值有 21.5%折讓，建議投資者候低吸納。

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2020	2021 E	2022 E	2023E
營業收入 (百萬元人民幣)	482,064	582,583	687,956	804,260
增長率 (%)	27.8	20.9	18.1	16.9
股東應佔盈利 (百萬元人民幣)	159,847	155,285	177,897	202,617
增長率 (%)	71.31	-2.85	14.56	13.9
每股盈利 (元人民幣)	16.66	16.18	18.54	21.12
股本回報率 (%)	25.3	17.6	16.1	14.9
P/E (倍)	31.51	32.44	28.32	24.86
P/B (倍)	6.47	5.11	4.11	3.36

資料來源：公司年報及致富集團研究部

中性

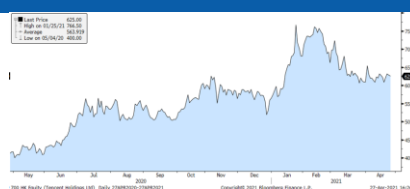
估值 796 元
前估值 674 元

上日收市價 625.00 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	0.8	6.8	51.3
恒指	2.7	16.8	19.2

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	400.0 元-775.5 元
市值	59,978 億元
已發行股數	95.95 億
每股帳面淨值	73.4 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
疫情因素.....	4
內地市場的競爭格局.....	4
海外遊戲收入佔比提升.....	5
互聯網廣告.....	6
金融科技及企業服務.....	8
騰訊投資.....	10
財務分析.....	11
收入.....	11
毛利率.....	12
利潤率.....	13
現金循環週期.....	13
股東權益回報率.....	14
盈利質量.....	14
估值及預測.....	15
持續經營業務的估值.....	15
投資的估值.....	16
騰訊的估值.....	16
每股價值敏感度測試.....	16
損益表.....	17
資產負債表.....	17
現金流量表.....	18
評級釋義.....	19
免責聲明.....	20

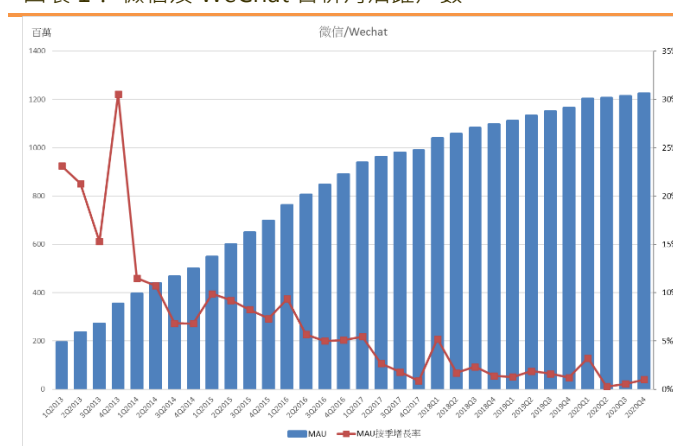
騰訊簡介

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 2020 年 12 月底止，微信及 WeChat 合併月活數已達到 12.25 億人，按年增長 5.2%，按季則增長 1.0%。雖然微信月活人數增長放緩，但仍無阻微信的價值提高。

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

關於微信的其中一個焦點是 2020 年 1 月才開始推出的「視頻號」，是微信內的短視頻應用，對標快手 (1024.HK)、抖音。市場一般估計「視頻號」的日活躍人數已達到 3 億人，超過快手的 2.7 億人，及追近抖音的 6 億人一半。

「視頻號」不同於快手、抖音，並不是一個獨立的 APP，而是內置於微信的發現頁，享受著微信的巨大流量，因而日活躍人數輕易上億。「視頻號」另一個特點是獨有的社交推薦。有別於一般短視頻 APP 只有 AI 推薦，「視頻號」基於微信的社交網絡，被讚好的影片會被點讚用戶的朋友看到，令影片創作者的作品更容易由自己的圈子推廣出去，受創作新手歡迎。而且微信的公眾號是中國最大的自媒體平台，閱讀公眾號文章的日活躍人數達到 3.6 億人，龐大的公眾號作者群亦是「視頻號」的潛在創作人。

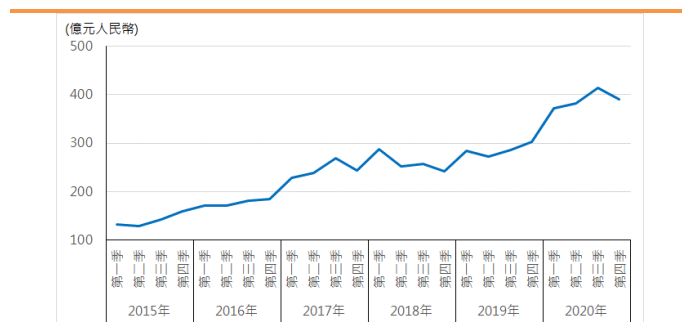
「視頻號」與公眾號及小程序互連互通，令到中小企及品牌商更易於推廣及觸達用戶，形成獨有的生態閉環。

微信另一個大躍進是使用小程序的日活躍人數已達到 4 億人，而通過小程序產生的交易額按年增長超過一倍，估計超過 1.6 萬億元人民幣。

遊戲業務

2020年集團的網絡遊戲收入增長36%至1,561億元人民幣，較我們預期的1,310億元人民幣理想，主要受集團在國內及海外市場的智能手機遊戲，及Supercell合併的全年影響所推動。

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

疫情因素

從另一個角度，較為明顯的利好遊戲市場的因素，是新冠病毒病疫情令居民有較長時間留在家中，增加花在遊戲上的時間。由於疫情期間，人與人之間保持社交距離，相聚機會少，用戶依賴遊戲平台保持社交活動，因此應更願意花費在遊戲產品之上，而據集團提供的數據，去年ARPPU的確有所提升(圖表3)。

可是，隨著疫情改善，經濟重啟，居民重新投入工作，預期能夠花在遊戲上的時間或會受限，今年的增長速度或會較為收斂。事實上，去年第四季網絡遊戲收入所錄得的按季跌幅，部份反映了該復工因素，但同時亦受到季節性因素所影響，一般遊戲業務在第四季度表現較為遜色。

惟疫情期間有更多非核心玩家開始接觸集團的遊戲產品，並接受了付費行為，甚至透過遊戲建立了社交行為，估計今年即使復工，該等玩家未必會立即放棄這些遊戲產品。因此，料復工因素將令遊戲業務收入增長放緩，但不至於出現收入倒退。

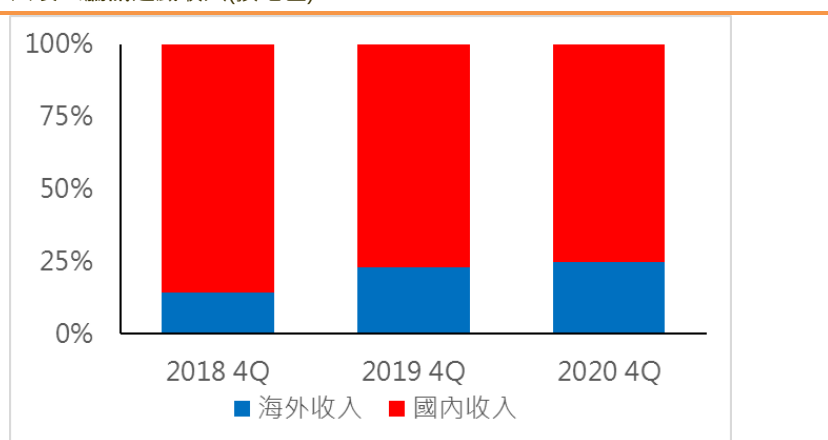
內地市場的競爭格局

另一個挑戰來自行業競爭趨向白熱化，其他廠商推出的手遊火爆，例如阿里巴巴(9988.HK)旗下沙盤策略手遊《三國志·戰略版》、米哈遊旗下手遊《原神》等，或對騰訊內地遊戲業務增長帶來挑戰。

至於今年騰訊於內地的遊戲增長方面的看點，除了故有《和平精英》、《王者榮耀》及《PUBG Mobile》等，亦可留意去年第四季上市的《天涯明月刀 M》、國服版《使命召喚 M》，市場數據反映這些遊戲有機會為集團帶來收入增長動力。

海外遊戲收入佔比提升

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

內地遊戲市場趨向飽和，加上內地遊戲版號規管趨嚴等，相比之下，海外遊戲市場分散，存在整合機會，且監管程度較為寬鬆，海外遊戲市場發展空間似乎較大。因此，長線而言，集團於海外的遊戲收入增長料將較其於內地的更勝一籌，從而推升海外遊戲收入佔比。至於 2020 年第四季，集團海外遊戲收入佔比較 2019 年同期增加了約兩個百分點。

可是，騰訊在海外並沒有流量優勢，業務擴展的思路或可參考米哈遊近期的成績。該公司在沒有 IP 及流量優勢，自行研發並推出了打通了全遊戲平台的《原神》。該款遊戲在國內以至全球多地爆款，反映出產品質量較產品發行渠道重要。

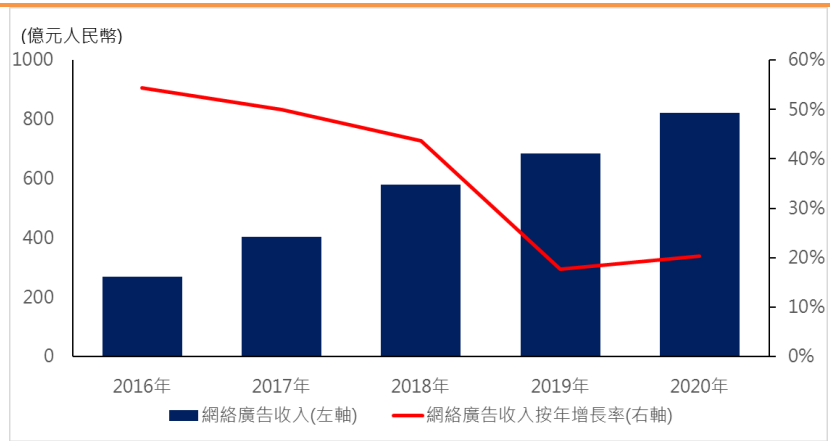
騰訊旗下工作室如能研發出重度自研的新類型作品，仍有望開拓出海外市場的增長潛力。而騰訊首席戰略官 James Mitchell 亦表示，集團的工作室將會嘗試更多類型及模式的作品，這或意味騰訊有意加強產品創新上的研發，探索海外爆款遊戲的公式。

至於騰訊海外遊戲短期的增長亮點，在於其旗下 Riot Games 的主打遊戲的手遊版——《英雄聯盟:激鬥峽谷》。該遊戲今年陸續於不同國家及地區上市，據市場數據，上市初期遊戲據有一定的市場熱度，隨後產品經過一些優化後，今年應可為集團帶來收入增長動力。

綜合而言，數款焦點遊戲上市，應可讓遊戲收入維持增長勢頭。但疫情下對遊戲業務帶來的紅利，未必能夠延續至 2021 年。料 2021 年集團遊戲業務的收入在高基數效應下，按年增長率將稍為放緩。

互聯網廣告

圖表 5:騰訊網絡廣告收入

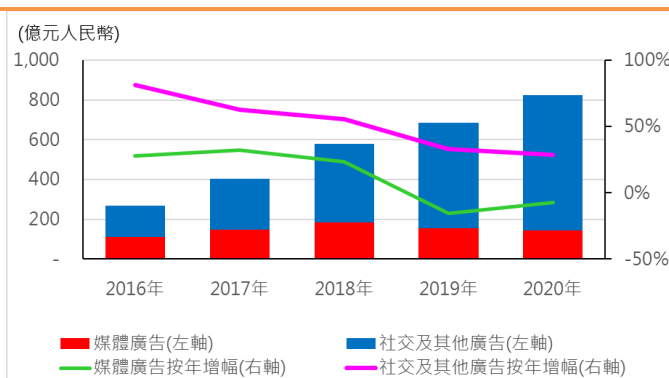


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

廣告行業經營額對經濟狀況甚為敏感，去年疫情拖慢了內地經濟增速，為行業整體的經營額帶來負面影響。不過，疫情同時亦令更多經濟活動轉至線上，促使企業加快將業務互聯網化，加上互聯網廣告成效日益受到更多廣告主認同，互聯網廣告市場應較傳統廣告媒介更能抗疫。

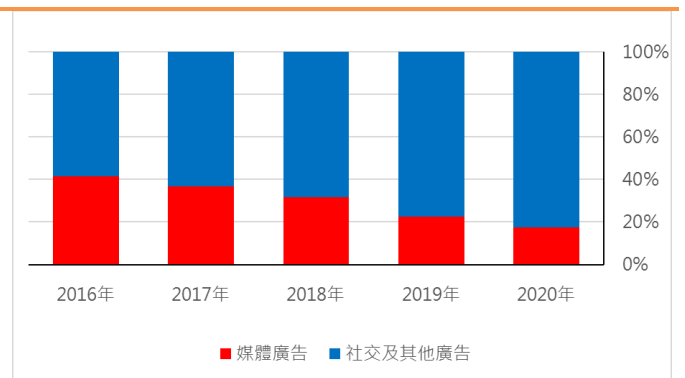
事實上，2020年騰訊網絡廣告收入不跌反增，增速加快至按年20%（圖表5），較我們早前預期約14%的增幅更為理想。當中，社交及其他廣告收入更增長了29%（圖表6）。

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

數項因素帶動了網絡廣告的增長，例如騰訊推出投放管理平台 ad.qq.com，整合了騰訊廣告投放平台及微信廣告投放平台；算法升級，受到廣告主重視；疫情期間部份線上行業的廣告需求增加，如教育、互聯網服務及電子商務平台；移動廣告聯盟因視頻形式廣告帶來的收入貢獻等。

至於「媒體業務」受到不利的宏觀環境因素、內容製作及播放延遲等因素影響，盈利表現較為遜色，收入按年下跌8%，收入佔比隨之下降。這反而讓毛利率較高的「社交及其他廣告」業務收入佔比提高，改善了整體網絡廣告的毛利率。

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

隨著內地經濟重啟，廣告行業應可苦盡甘來，料廣告主更願意提升營銷上的預算，加上互聯網廣告佔行業的比重趨升，大局環境仍然利好騰訊廣告業務前景。但行業競爭格局激烈，部份行業參與者在 2020 年錄得廣告營收按年倒退(如百度(9888.HK)、微博(WB))，但亦有部份錄得逾一倍的增幅(如快手、嗶哩嗶哩(9626.HK))，榮辱互見。至於集團在期內錄得兩成升幅，反映了其具競爭優勢，料未來仍可為集團網絡廣告收入帶來持續的增長動力，當中的優勢包括：

- 高用戶粘性的小程序及微信生態

騰訊小程序的日活躍用戶數由 2017 年約 1.7 億戶，增至 2020 年超過 4 億戶。加上，騰訊生態圈內流量入口眾多，廣告主更能有效地制定營銷方案，提高獲客效率，再配合微信支付、小程序等工具，高效率地將流量轉化為銷售。騰訊生態圈帶來營銷上的便利，的確越來越受到廣告主的青睞，而 2020 年通過小程序產生的交易額按年增長了逾一倍。料廣告主積習難改，習慣了平台使用，便難改用其他公司的營銷系統，並且更願意投放廣告費拉新，為騰訊廣告業務帶來持續的收入增長動力；

- 「視頻號」修補平台缺口

如上文提到，微信「視頻號」貫通了微信生態內各個流量樞紐，讓廣告主能夠策劃更多元化、更高獲客效率及銷售轉化率的營銷方案，進一步提升其廣告平台的用戶粘性。

過往騰訊生態圈內欠缺了較為觸目的短視頻平台，而抖音、快手等突顯出短視頻廣告市場是炙手可熱的香餈餈，騰訊無法忽視。雖然競爭對手在短視頻廣告市場先聲奪人，但微信一直坐擁著的流量優勢，有機會能夠讓視頻號略地攻城，在短視頻廣告市場分一杯羹，為社交廣告業務收入帶來強勁增長。

綜合而言，隨著內地經濟復甦，料廣告主更願增加廣告上的投放，增加有效地展示廣告的需求。而「視頻號」的推出，進一步強化微信生態的用戶粘性，亦增加其未來商業化的潛力。預期今年微信網絡廣告業務收入維持理想的增速，毛利率亦維持增長勢頭。

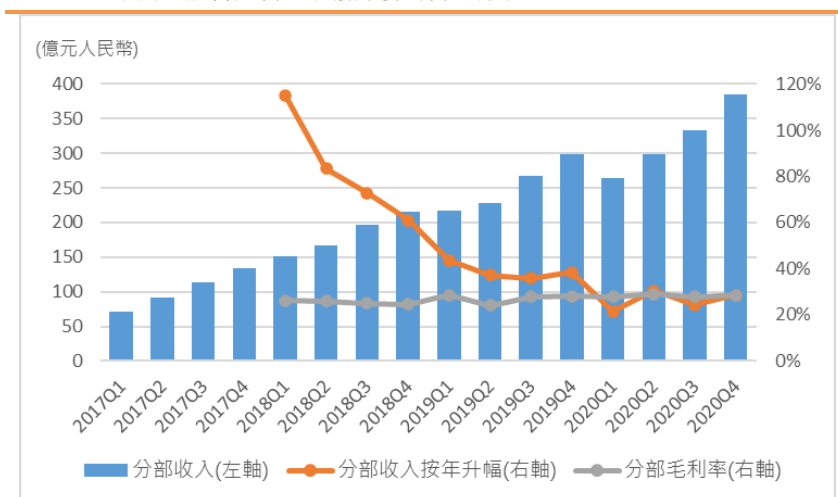
金融科技及企業服務

2020年，集團的金融科技及企業服務收入增長 26.4%，至 1,281 億元人民幣，符合我們預期（我們早前預期該分部收入為 1,278 億元人民幣）。單計去年第四季，此金融科技及企業服務的收入按年增速為 28.7%。

在 2020 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 年企業服務收入增速為 30% 的話，則其企業服務收入為 228 億元人民幣左右，即是集團的金融科技收入或達 1,053 億元人民幣。

去年集團金融科技及企業服務收入上升，主要由於用戶基礎及業務規模擴大，商業支付及理財服務的交易量和單筆交易金額因而增加，令金融科技收入上升，加上集團的企業服務於民生服務、金融服務及互聯網服務等垂直領域市場地位的加強，並於去年第四季開始合併易車的企業服務收入，令集團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

集團的毛利率連年擴大。去年集團毛利率為 28.3%，高於 2019 年的 27.2% 及 2018 年的 25.3%。毛利率按年上升，主要由於金融科技業務的規模效應持續顯現，亦估計是毛利率較高、但規模較小的理財業務增長較支付業務快所致。

集團的成本上升主要反映因總支付金額增加導致的交易成本上升（財付通 2020 年日均交易筆數為逾 15.6 億筆，高於 2019 年的 15.1 億筆），以及因雲服務業務擴展使得服務器與頻寬的成本增加。

至於我們對集團的金融科技及企業服務未來的展望如何？

市場最關注的就是內地當局對集團金融科技上的監管。去年 11 月，內地當局曾因監管問題，剷停主營金融科技的螞蟻集團上市，市場因而特別關注此舉動對騰訊的影響。

騰訊的金融科技業務部份與螞蟻集團相似。螞蟻集團主營三大業務之中，以數字金融科技平台業者中的微貸科技最為吃重，提供的服務包括針對個人、中小企現金借貸的「借唄」及「網商」(騰訊對應的業務是由微眾銀行提供的「微業貸」及「微商」)，以及讓消費者消費時同時借貸的「花呗」(騰訊對應的業務是「微信分付」)。

內地料將進一步監管網路小額貸款，不過，對穩健經營的騰訊金融科技業務影響未必如螞蟻集團般大。

騰訊的信用系統走得比螞蟻集團慢得多。就小額貸款業務來說，螞蟻集團的發展較快，主要由於阿里巴巴旗下的網購和支付寶兩大平台積累了大量用戶行為、信用歷史、身分特徵及財務狀況等，而該等資料對信用能力有較大的相關性。螞蟻集團於 2015 年推出芝麻信用(類似香港的信貸評級)，而在此之前，阿里巴巴旗下的網購已運行了 12 年。相對之下，騰訊於去年才推出微信支付分，加上網上購物方面，騰訊只能從微商得到少量客戶數據，但阿里巴巴卻能從其網店得到大量及詳細的客戶、商家及交易數據，因此騰訊的信用系統構建的步伐遠較螞蟻集團慢。

另外，螞蟻集團的借貸門檻亦較低，絕對是監管機構將會特別關注的，但是騰訊本身借貸門檻較高，或較不受監管影響。此前，螞蟻集團的網路小額貸款採取黑名單形式，只要用戶的芝麻信用有 600 分(大多數用戶都有)，用戶就可在「借唄」借到最多 30 萬元人民幣，門檻非常低，只有被列於黑名單的少數用戶用不到「借唄」。至於騰訊方面，由於信用系統尚未成熟，「微業貸」的門檻是根據用戶的央行証信，並採取白名單形式，只有受平台邀請的用戶才有權申請和開通「微業貸」，做法本來就十分保守、低風險。

因此，騰訊的網路小額貸款似乎不是內地監管機構的針對範圍，即使內地當局要監管放貸門檻，對騰訊的放貸規模造成的負面影響也未必很大。

騰訊在 2020 年業績公告中表示，其金融科技業務的戰略重點是積極配合監管機構，與行業合作夥伴一起推出合規及普惠的金融科技產品，同時優先考慮風險管理，而非追求規模。

騰訊管理層提到，騰訊的小微貸業務主要是由微眾銀行提供，微眾銀行本已受到金融機構監管，而其所經營的借貸業務亦完全符合規管要求，包括出資達三成的要求、不借貸予大學生、給予利息上限等。騰訊管理層表示，微眾銀行會繼續由擴大規模策略轉至專注產品質素。

集團在金融科技業務上一向取態保守，而螞蟻集團上市觸礁後，其取態當然比保守更保守了，絕對不敢有短期內超越螞蟻集團的念頭。因此，我們相信最新的金融改革對騰訊影響不大，騰訊的金融科技業務收入會繼續因日活躍消費者增加、支付頻率提升、商業手續費率保持穩定、理財服務客戶資產保有量增長而增加，但金融科技業務收入增速將會相對較為穩定，而不會提速。

企業服務方面，集團在 SaaS 層面上，產品持續發揮騰訊生態的優勢，深入教育、能源、醫療等多個垂直領域，收入料有較強韌性。IaaS 層面上，集團的「星星海」定制化雲服務器解決方案及自研的數據中心技術「T-block」令集團雲服務的表現提升及成本降低，有助集團企業服務的虧損加快收窄。當然，集團的企業服務起步較最大的競爭對手阿里雲遲，企業服務要錄得經營溢利，估計最快還需要數年時間。

騰訊投資

2020 年是騰訊投資的豐收年，騰訊持有的互聯網上市公司大幅升值，令到騰訊的投資收益暴漲。

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」，2020 年度上述兩項收益分別為 243.90 億元人民幣及 372.57 億元人民幣，總共為騰訊貢獻了 616.47 億元人民幣的盈利。

然而騰訊 2020 年的盈利只是收錄了騰訊投資收益的一小部分，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」，此收益淨額高達 1,305.25 億元人民幣，大幅增加了股東權益。

上述兩項投資收益總共為騰訊帶來 1,921.72 億元人民幣的表內收益，紀錄於資產負債表內。但是 2020 年騰訊更大的投資收益是來自騰訊投資的聯營公司的上市企業升值部份，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。

2020 年底止，騰訊的聯營公司的上市企業賬面值為 1,710.48 億元人民幣，但公允值已達到 9,819.02 億元人民幣，換言之，騰訊的財報隱藏了 8,108.54 億元人民幣資產。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 5,632.19 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 2020 年帶來 7,553.91 億元人民幣的資本增值。

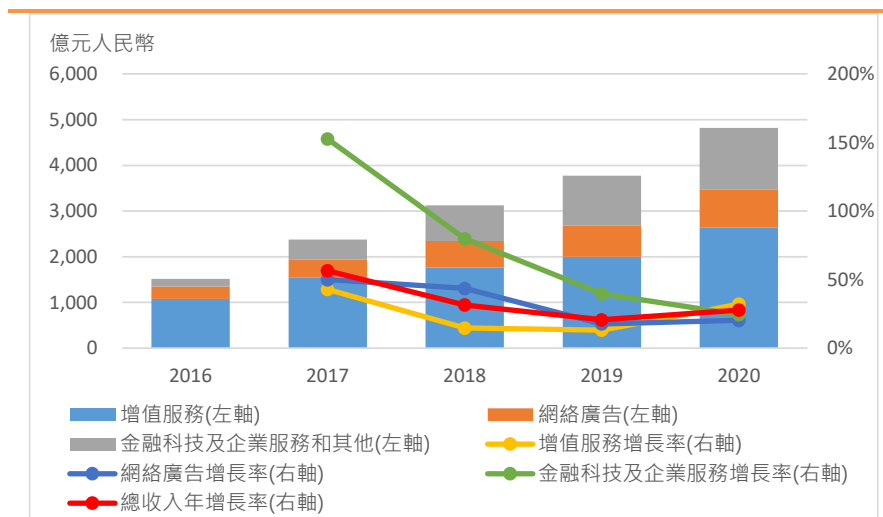
當然投資收益會隨著資本市場而漲跌，難以預測，因此，騰訊只將少部份的投資公允值變動紀錄於收益表中，而且另外一個財務指標，非國際財務報告準則盈利就是主要剔除此投資公允值變動。然而騰訊是長期的價值投資者，憑著其擁有大量交易數據、資訊及熟識全球前沿科技的投資部管理層，可以預料騰訊投資會為騰訊帶來長期的龐大收益。

財務分析

收入

集團 2020 年收入按年增長 27.8%，至 4,821 億元人民幣，比我們預期的 4,683 億元人民幣略高 2.9%。

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

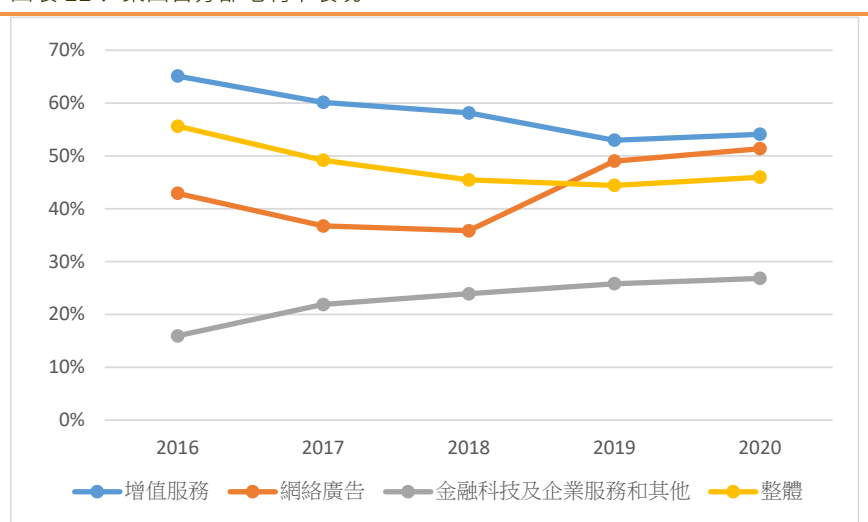
從分業務上看，集團增值服務收入按年升 32.1% 至 2,642 億元人民幣，為收入增長的主要功臣。網絡廣告收入按年增長 20.3%，至 823 億元人民幣，當中，社交及其他廣告收入增長約 29% 至 680 億元人民幣，而媒體廣告收入下跌約 8% 至 143 億元人民幣。金融科技及企業服務方面，收入按年上升 26.4% 至 1,281 億元人民幣，主要由於用戶基礎和業務規模擴大，帶動商業支付、理財服務及雲服務收入增長所致。

我們預期，集團今年增值服務收入將上升 19.4%，至 3,154 億元人民幣，網絡廣告收入將上升 18.9% 至 978 億元人民幣，而金融科技及企業服務收入將錄得 25.6% 的年增長率至 1,608 億元人民幣，加上其他收入，估計集團今年收入將增長 20.9%，至 5,826 億元人民幣。

毛利率

2016 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。集團毛利率由 2016 年的 55.6%，連年下跌至 2019 年的 44.4%，但於 2020 年回升至 46.0%。

圖表 11：集團各分部毛利率表現



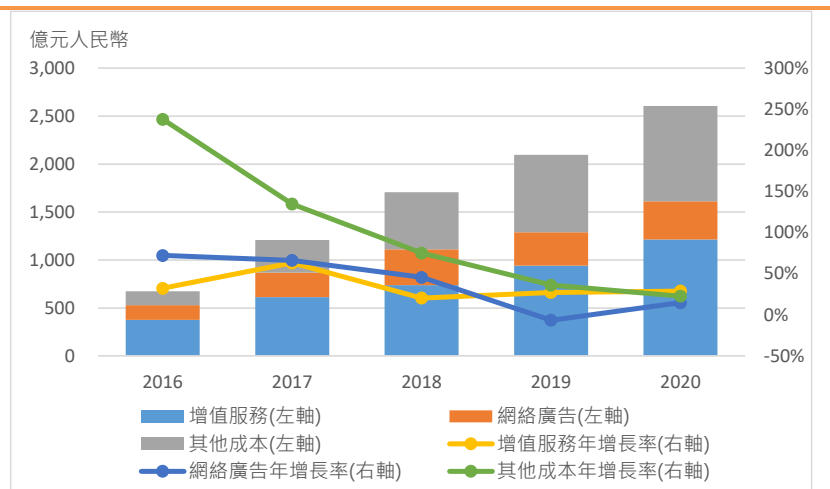
資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

集團去年的毛利率回升，主要由於(i)增值服務收入突然加快，而此分部是所有分部之中毛利率最高的，加上(ii)集團增值服務、網絡廣告和金融科技及企業服務 3 大分部各自的毛利率也輕微上升所致。

增值服務方面，網絡遊戲的毛利率高於社交網絡業務，而網絡遊戲的收入增速高於社交網絡，因此增值服務的毛利率也有所上升。網絡廣告方面，社交及其他廣告的毛利率較媒體業務高，而社交及其他廣告去年收入錄得增長，而媒體業務收入錄得倒退，網絡廣告毛利率因而提高。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規模效應持續顯現，亦估計是金融科技業務之中，毛利率較高、但規模較小的理財業務增長較支付業務快所致。

2021 年，我們預期集團全年毛利率會由去年 46.0%，輕微下跌至 45.8%。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較早期至中期的發展階段，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；(ii)毛利率最高的增值服務，特別是網絡遊戲，去年收入增長過快，形成高基數，今年收入增長速度料將有所放緩，從而拖低集團的毛利率；然而，以上不利於毛利率的因素將被預期毛利率持續改善的金融科技及企業服務所部份抵銷，因其規模效應將持續顯現。

圖表 12：集團各分部成本表現



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

利潤率

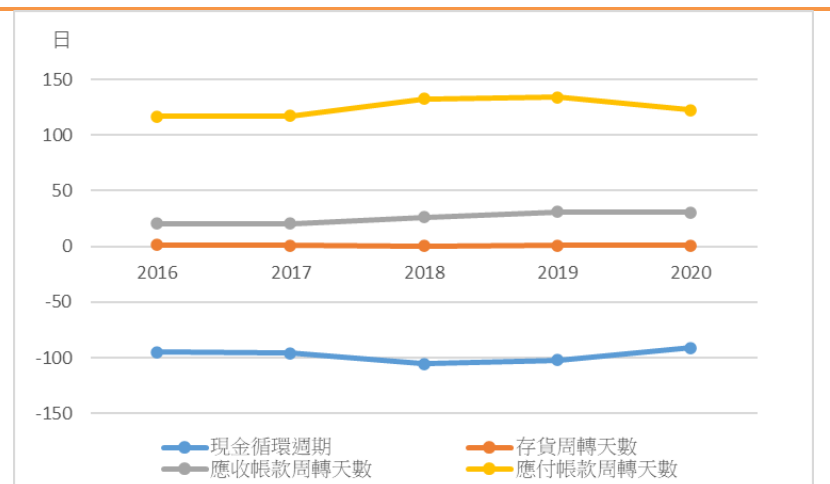
去年集團利潤率大幅上升，主要由於其他收益淨額上升所致。集團其他收益淨額主要來自於其所投資的公司的估值增加而產生公允價值收益，以及因其投資公司的資本活動而產生的視同處置收益淨額。集團持有大量上市的科技公司，去年環球科技板塊熱炒，集團所持有的上市公司市值亦因而大幅上升。

2021 年，我們預期集團三大主營業務的毛利率將保持平穩，但其所投資的上市科技公司的股價難以再展現去年的巨大升勢，集團的利潤率將回落至接近 2018 年及 2019 年的水平，估計約為 26.7% 左右。

現金循環週期

於 2016 年至 2019 年，集團的現金循環週期一直是負數，而且是負 90 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 91 天，維持優秀表現。

圖表 13：集團現金循環週期



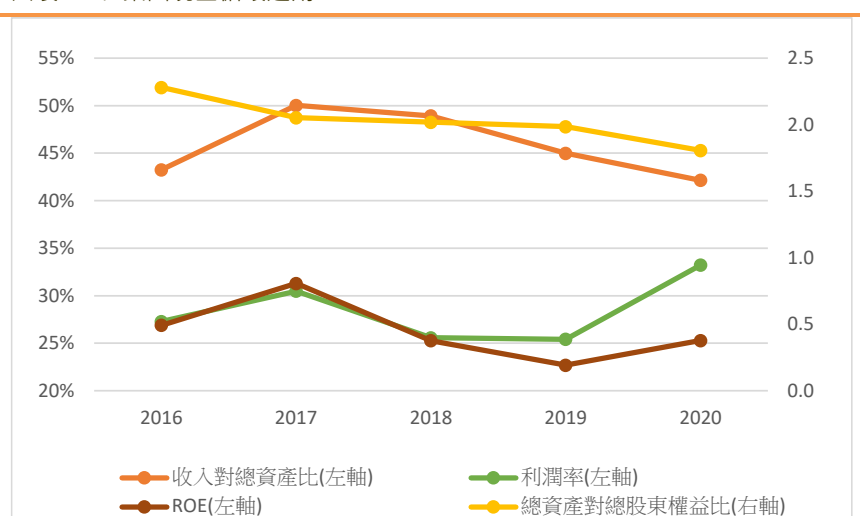
資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

2016 年至 2020 年期間，集團應付帳款周轉天數一直保持於 116 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 22.7%，回升至 25.3%，重返 2018 年水平。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

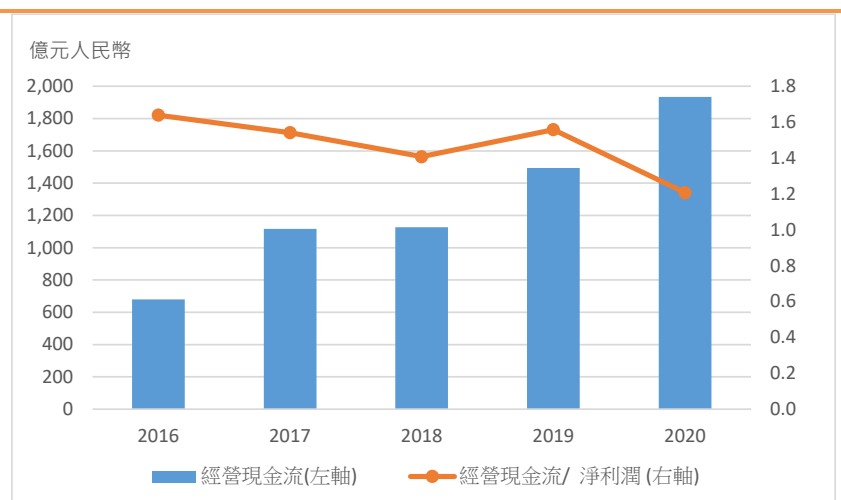


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

去年，集團的投資收益高速增長，但大部份的收益在會計處理上只會增加集團的權益，但卻不會於收入或盈利上入帳，因此表現上令集團的槓桿及收入對總資產比下跌，表現上令 ROE 構成壓力，但其實集團的盈利只是隱藏了，無需擔心。

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 2019 年的 1,494 億元人民幣，上升 29.4%，至 1,933 億元人民幣。

另外，集團的經營現金流對淨利潤比重，於 2016 年至 2020 年期間皆保持於 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。

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)	2019 年	2020 年	2021 年 (預測)	2022 年 (預測)	2023 年 (預測)
股權自由現金流	91,606	127,520	134,405	156,698	180,781

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 15%，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 2021 年 3 月，「持續經營業務」的市值約值 4.75 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 2020 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，「於聯營公司的投資」的上市企業合計約 1,710 億元人民幣的賬面淨值，同時市值為 9,819 億元人民幣，意味市帳率約為 5.7 倍；三年平均市帳率約 3.2 倍。若以三年平均市帳率，推斷非上市公司的市值約 4,026 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 1.52 萬億元人民幣。

騰訊的估值

持續經營業務的 4.75 萬億元人民幣估值，加上 1.52 萬億元人民幣投資價值，以及截至 2020 年 12 月 31 日時騰訊所擁有的約 1,528 億元人民幣，估計騰訊整體的市值為 6.41 萬億元人民幣。

按截至 2021 年 3 月 31 日集團已發行的 95.95 億普通股，及每 1 港元兌 0.84 元人民幣的匯率計，估計騰訊的每股價值為 796.00 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%	898	1005	1154	1377	1749
	6.0%	811	890	995	1142	1362
	6.5%	743	803	881	985	1130
	7.0%	689	736	796	873	975
	7.5%	644	683	730	789	865
	8.0%	607	639	677	723	782
	8.5%	576	602	634	671	717
	9.0%	549	571	598	628	666

損益表

(百萬元人民幣)	2019年	2020年	2021年 (預測)	2022年 (預測)	2023年 (預測)
增值服務收入	199,991	264,212	315,436	368,557	422,728
網絡廣告收入	68,377	82,271	97,841	108,120	119,480
金融科技及企業服務收入	101,355	128,086	160,841	200,715	248,949
收入	377,289	482,064	582,583	687,956	804,260
毛利	167,528	221,532	267,057	312,221	360,639
銷售及市場推廣開支	(21,396)	(33,758)	(36,918)	(43,595)	(50,965)
一般及行政開支	(53,446)	(67,625)	(81,747)	(96,533)	(112,852)
經營盈利	118,694	184,237	185,701	213,079	243,026
除稅前盈利	109,400	180,022	176,170	201,824	229,868
所得稅開支	(13,512)	(19,897)	(20,615)	(23,617)	(26,899)
年度盈利	95,888	160,125	155,555	178,207	202,969
股東應佔盈利	93,310	159,847	155,285	177,897	202,617

資產負債表

(百萬元人民幣)	2019年	2020年	2021年 (預測)	2022年 (預測)	2023年 (預測)
資產	953,986	1,333,425	1,758,248	2,183,801	2,668,486
非流動資產	700,018	1,015,778	1,345,329	1,663,935	2,029,318
物業、設備及器材	46,824	59,843	76,768	96,641	119,638
無形資產	128,860	159,437	199,188	245,862	299,874
聯營/合營公司的投資	221,894	305,258	345,257	428,820	523,994
流動資產	253,968	318,739	412,919	519,866	639,167
應收賬款	35,839	46,274	52,961	64,223	72,772
現金及現金等價物	132,991	201,978	201,978	259,759	326,825
負債	465,162	555,382	771,801	958,601	1,171,359
非流動負債	225,006	286,303	397,868	494,165	603,843
借款	104,257	112,145	155,845	193,565	236,526
應付票據	83,327	122,057	150,620	150,620	140,420
流動負債	240,156	269,079	373,932	464,436	567,516
應付賬款	80,690	94,030	121,458	154,571	171,711
借款	22,695	14,242	37,350	46,051	55,055
遞延收入	60,949	82,827	100,098	118,203	138,186
權益	488,824	778,043	986,447	1,225,199	1,497,127
保留盈利	384,651	538,464	682,695	847,930	1,036,124

現金流量表

(百萬元人民幣)	2019 年	2020 年	2021 年 (預測)	2022 年 (預測)	2023 年 (預測)
經營活動現金流量	148,590	194,119	220,986	258,358	298,423
投資活動現金流量	-116,170	-181,955	-225,322	-263,427	-304,279
融資活動現金流量	1,672	13,647	51,651	60,386	69,751
現金及現金等價物結餘	132,991	152,798	201,978	259,759	326,825

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

