

27/9/2021

個股研究

騰訊控股(700.HK)

中期業績符預期、強監管令前景確定性減弱；
惟股價已從高位回落、給予「買入」評級

小程序交易額續增一倍 - 小程序受到企業客戶的熱烈歡迎，其交易額已位於國內電商的前列位置，相信對微信的廣告收入會有很大的積極作用。

金融科技增長穩健 - 微信小程序帶動數字支付業務高速增長；雲業務規模效應漸現，加上較高毛利率的 PaaS 及 SaaS 收入上升快於毛利率較低的 IaaS，企業服務毛利率持續改善。

騰訊遊戲國際化 - 騰訊海外市場發展具潛力，料可抵銷內地遊戲監管、行業競爭等因素對收入增長所造成的局限，下半年騰訊整體的遊戲收入仍有望錄得增長。

估值 - 我們給予騰訊「買入」評級，估值由每股 796 港元下調至每股 779 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 9 月 24 日收市價每股 460.20 港元計算，現價較估值達四成折讓。

投資策略 - 2021 年上半年，騰訊各項業務增長大致合乎預期，但由於新的遊戲禁令及教育行業的萎縮，料會為集團下半年的遊戲及廣告收入帶來壓力。展望今年，我們估計集團今年收入將增長 18.8%。雖然強監管令業務增長前景略存不明確性，我們將估值稍為調低至每股 779 港元，但現價較估值達四成折讓，我們給予騰訊「買入」評級，建議投資者現價吸納。

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	572,654	641,758	724,748
增長率 (%)	27.8%	18.8%	12.1%	12.9%
股東應佔盈利 (百萬元人民幣)	159,847	184,644	206,925	233,684
增長率 (%)	71.3%	15.5%	12.1%	12.9%
每股盈利 (元人民幣)	16.66	19.24	21.57	24.35
股本回報率 (%)	25.3%	20.5%	17.8%	16.0%
P/E (倍)	23.20	20.09	17.92	15.87
P/B (倍)	4.77	3.62	2.85	2.29

資料來源：公司年報及致富集團研究部

買入

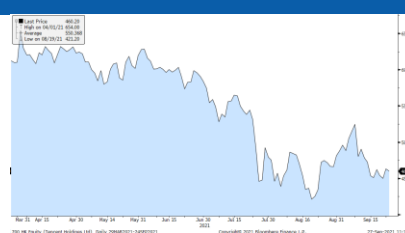
估值 779 元
前估值 796 元

上日收市價 460.20 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	-2.5	-26.2	-8.9
恒指	-6.0	-13.3	3.8

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	412.2 元-775.5 元
市值	44,170 億元
已發行股數	96.00 億
每股帳面淨值	88.14 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.....	4
微信.....	4
遊戲業務.....	5
內地遊戲市場.....	5
海外遊戲收入佔比提升.....	6
遊戲禁令.....	7
互聯網廣告.....	8
社交及其他廣告.....	8
媒體廣告.....	9
下半年騰訊網絡廣告.....	9
金融科技及企業服務.....	10
金融科技分析及展望.....	10
企業服務分析及展望.....	11
騰訊投資.....	14
互聯網監管風暴.....	14
共同富裕.....	15
財務分析.....	16
收入.....	16
毛利率.....	17
利潤率.....	18
股東權益回報率.....	18
現金循環週期.....	19
盈利質量.....	19
估值及預測.....	20
持續經營業務的估值.....	20
投資的估值.....	21
騰訊的估值.....	22

每股價值敏感度測試.....	22
損益表.....	22
資產負債表.....	23
現金流量表.....	23
評級釋義.....	24
免責聲明.....	25

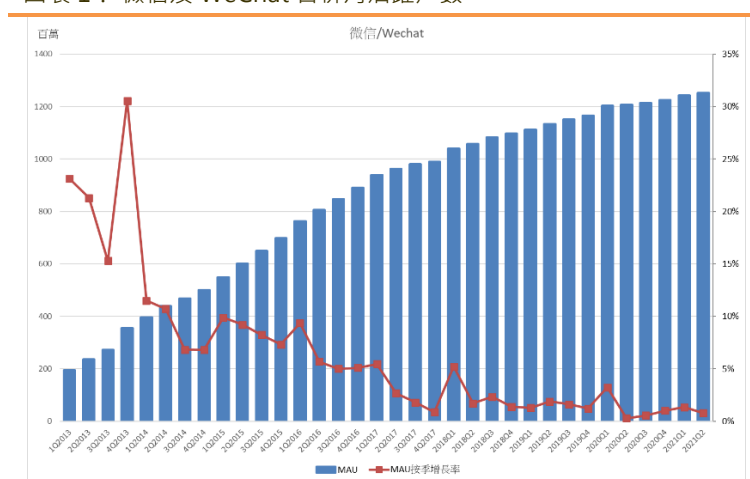
騰訊簡介

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。另外，投資亦是騰訊的主要業務，主要體現在股權投資及聯營、合營公司。

微信

截至2021年6月底止，微信及WeChat合併月活數達到12.51億人，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：公司資料、致富集團研究部

今次中期報告關於微信的一大亮點是小程序期內產生的交易額按年繼續增長超過一倍。雖然騰訊今次未有透露小程序交易額的實際數字，但如果按2019年財報透露的小程序交易額超過8,000億元人民幣計，保守估計今年上半年小程序交易額超過1.6萬億元人民幣，已位於國內電商的前列位置。

微信小程序交易額增長迅猛，主要是受到企業客戶的熱烈歡迎。傳統電商平台對流量、交易數據及顧客關係擁有重大控制權，企業客戶未能真正掌控客戶資源，而且流量成本亦愈來愈高。有別於傳統電商渠道，企業客戶能夠藉小程序建立自己的私域流量運營，擁有自有渠道及用戶關係的自主管理權，同時微信小程序並未收取任何佣金，令企業客戶賺取更多利潤率。

另一個微信小程序獲得如此成功的因素是微信豐富的生態圈，令顧客能夠多途徑接觸到企業客戶的小程序，並轉化為銷售。

1. 企業客戶能夠通過微信支付或掃二維碼的方式令線下顧客成為其小程序用戶；
2. 通過企業客戶自有公眾號及微信群創作及分發內容，與用戶互動並吸引他們回訪小程序；

3. 藉視頻號及直播作為額外的接觸點，加深與用戶的連繫，及吸引他們回訪小程序；
4. 小程序內置的購物功能，將用戶訪問轉化為銷售。

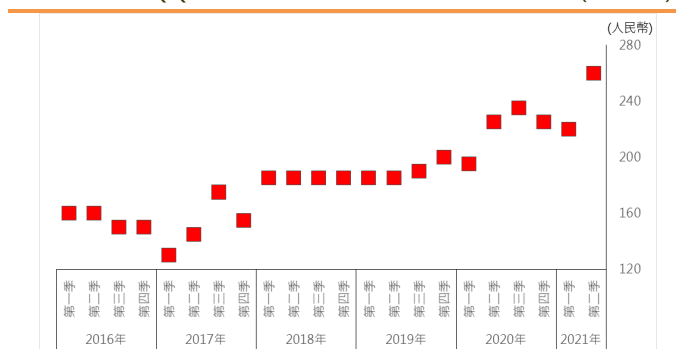
遊戲業務

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 年上半年騰訊的網絡遊戲收入按年增長 14.6% 至 866 億元人民幣，接近我們的預期；而單計第二季收入按年增長 12.3% 至 430 億元人民幣，當中每付費用戶收入及付費比率有所提升，帶動手機遊戲按年增長 13.4%。在內地市場，《王者榮耀》及《天涯明月刀手遊》為主要增長動力來源；而在海外市場則由《PUBG Mobile》及《部落衝突》給予增長動力。

至於第二季個人電腦客戶則帶來 0.8% 按年增幅。《地下城與勇士》收入放緩，但被《Valorant》和《Warframe》¹ 的增長所抵銷。

內地遊戲市場

如早前於《騰訊護城河牢固，增長仍未止步》（下稱「去年報告」）為題的報告裡提到，「內地手機遊戲市場逐漸進入成熟期，市場參與者的盈利增長空間亦隨之逐步受限。」若要進一步擴大玩家基礎，難免要發掘一些非核心玩家，例如女性玩家。而騰訊旗下的《光與夜之戀》則為女性向的互動戀愛手遊，在七月成為內地最高 DAU 的模擬約會遊戲。

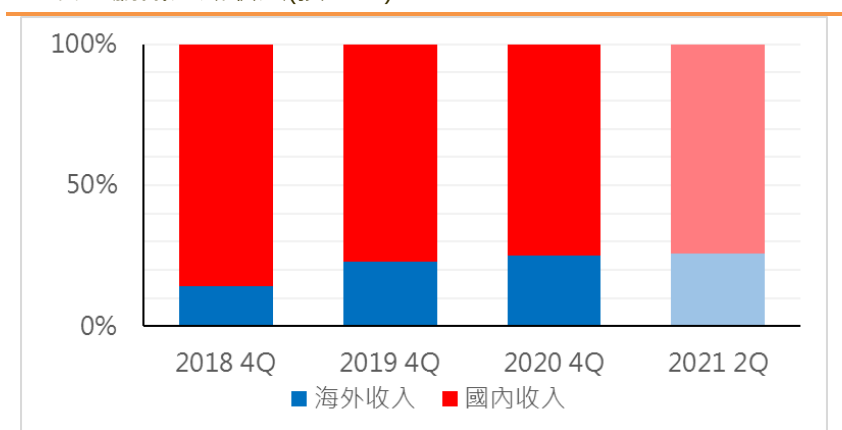
騰訊下一個焦點，或許將會是其旗下光子工作室自主研發的《黎明覺醒》。過去騰訊遊戲產品組合裡，缺乏了如其內地最大對手網易的《明日之後》這類開放世界生存手遊，而據騰訊首席戰略官 James Mitchell 的說法，內地現時已有 3 千萬位玩家訂閱了《黎明覺醒》。該遊戲已取得版號，若能夠於下半年上市，或能為內地遊戲業務帶來支持。

¹ 《Warframe》為樂遊科技（除牌前：1089.HK）旗下的加拿大遊戲公司 Digital Extremes 所開發的遊戲，而騰訊去年透過收購樂遊科技而持有

不過，儘管騰訊在內地遊戲市場仍有收入增長潛力，但正如去年報告中所述，內地市場進入白熱期，既飽和又競爭激烈，加上近年更有**阿里巴巴(9988.HK)**、米哈遊、莉莉絲遊戲等異軍突起，相信收入增長速度將受到局限。尤其是，行業監管日益嚴格，相信騰訊在海外遊戲市場較為具潛力。

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

事實上，騰訊在國際遊戲收入增長方面表現較為理想，第二季錄得 29% 的按年增幅，若以固定貨幣匯率計為 37%。因此，期內海外收入佔比進一步提升，由上年的 25% 升至約 26% (圖 4)。

雖然，如去年報告中提過，「微信、QQ 等平台在海外並不普及，騰訊在內地得天獨厚的流量入口優勢，在海外似乎並不適用。」不過，上半年從海外收入表現看來，騰訊在海外的遊戲分發渠道似乎並不遜色。

去年報告提過，騰訊在去年開始代理內地其他遊戲研發廠，在進入壁壘較高的日本自行發行，並取得一定成效。而今年下半年，其中一個亮點，將會是其旗下巡回犬工作室研發的 RPG 策略遊戲《白夜極光》，騰訊在六月發行首日登上了日本 iOS 免費下載榜的頭位；韓國的頭三甲，這或反映了其發行能力漸見成熟，亦填補了產品組合裡所缺乏、如米哈遊的《原神》那類二次元遊戲 IP。

事實上，除了在海外地區開闢市場，同時亦透過代理國際知名 IP，開始進軍主機市場開發工作。當中，騰訊與日本寶可夢公司合作，旗下天美工作室群負責開發了任天堂 Switch 主機 MOBA 遊戲《寶可夢大集結》(Pokémon UNITE)，隨後亦於 Android 及 iOS 平台發行。長遠而言，透過是次主機開發經驗，騰訊旗下工作室應可逐步跟上《原神》那樣的全平台開發能力。

至於騰訊旗下王牌遊戲 IP 亦將推出新遊戲。例如，旗下 Supercell 公司正就著《部落衝突》IP 開發三款遊戲，當中新款《Clash Quest》正於斯堪地那維亞半島 (即包括丹麥、挪威、瑞典等北歐國家) 進行 Beta 測試。另外，旗下 Riot Games 公司所擁有的《Valorant》PC 版，月活躍用戶數達到 1,400 萬人，Riot Games 亦正將其轉化為手遊版本。

所以，儘管近期內地的監管環境有可能會限制騰訊在內地的遊戲收入表現，但靠著海外遊戲市場的收入增長潛力，估計下半年騰訊整體的遊戲收入仍有望錄得增長。

遊戲禁令

今年 8 月 30 日，國家新聞出版署下發通知，為防止未成年人沉迷網絡遊戲定立新規則，於今年 9 月 1 日起施行。今次規定與 2019 年的防沉迷規定主要變化為：

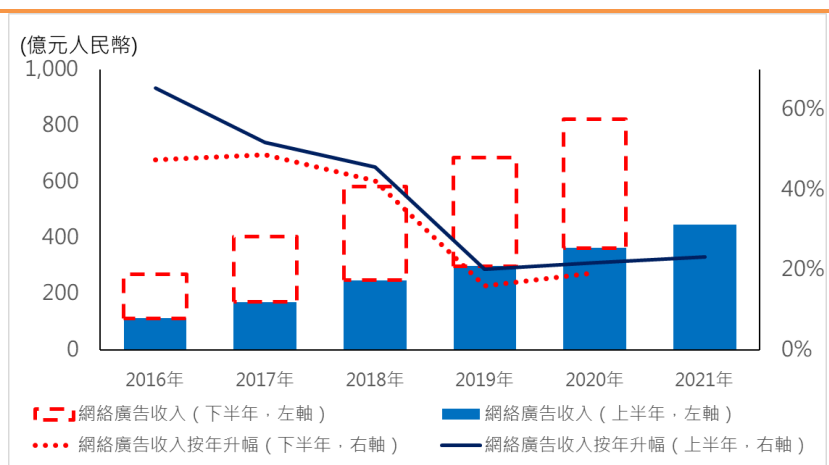
2019 年規定	本次新規定
每日 22 時至次日 8 時，網絡遊戲企業不得以任何形式為未成年人提供遊戲服務；網絡遊戲企業向未成年人提供遊戲服務的時長，法定節假日每日累計不得超過 3 小時，其他時間每日累計不得超過 1.5 小時。	所有網絡遊戲企業僅可在週五、週六、週日和法定節假日每日 20 時至 21 時向未成年人提供 1 小時網絡遊戲服務，其他時間均不得以任何形式向未成年人提供網絡遊戲服務。

未成年人玩網絡遊戲時間被大幅縮減，相信對所有遊戲公司收入均有負面影響。然而騰訊早幾年就致力在中國對未成年人玩遊戲的保護措施，一直走在行業最前，根據其中期報告披露，今年第二季 16 歲以下玩家在中國遊戲流水的佔比為 2.6%，其中 12 歲以下玩家的流水佔比只有 0.3%，而對騰訊全部遊戲流水佔比會更少。

根據傳媒報道，本次新遊戲禁令實施的第一個週末，騰訊旗艦手遊「王者榮耀」伺服器因被太多青少年湧入，而遇上當機狀況。此情況間接表示，在有限的時間裏，騰訊的熱門手遊是未成年玩家的首選之一。我們相信新規定實施後，對騰訊遊戲收入的影響不會很大，反而對其他遊戲公司的影響會更大一些。

互聯網廣告

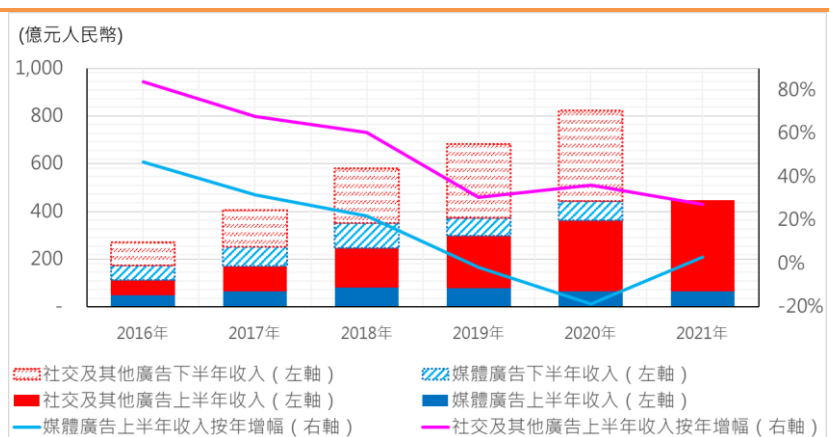
圖表 5: 騰訊網絡廣告收入



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

去年疫情期間，教育行業成騰訊廣告收入主要貢獻之一，但今年五月內地教育培訓機構遭受整改，的確為騰訊廣告帶來不利影響。慶幸，今年上半年其他行業如消費品、互聯網服務等廣告需求增，抵銷了這些影響，加上騰訊合併了易車的廣告收入，最終上半年收入按年增長 23.1%，增速稍稍加快（圖 5 中藍線）。

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

社交及其他廣告

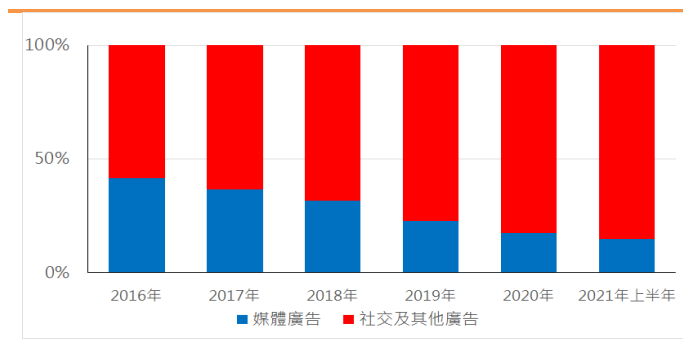
「社交及其他廣告」分部繼續為收入增長主要功臣，按年增長了 27.3%，而微信資產為重中之重的貢獻者。承如去年報告中提過，若然廣告主能夠在騰訊生態圈裡透過眾多的用戶流量入口，高效地轉為營銷額，自然會「將其盈利成果倒灌至騰訊的廣告業務」，同時亦帶動微信小程序裡商品成交金額（GMV）。當廣告主的客戶、商店、營銷工具、支付工具均放在騰訊生態圈裡，自然用戶粘性隨之與日俱增。這亦意味著，商戶花費在騰訊廣告業務上的成本，應與微信小程序上的 GMV 具一定正相關。即是，商戶在騰訊廣告平台上能夠拉進新客戶（拉新），並轉成其微信小程序的 GMV，增加銷售額，便更有能力增加廣告預算，繼續在騰訊廣告平台上拉新，甚至吸引更多不同行業的商戶來此生態裡拉新，擴大小程序的商戶數及商戶基礎。

如上文所述，微信通過小程序產生的交易額同比增長超過一倍，越來越多商戶採用小程序作為落地頁，亦意味未來企業更有可能繼續投放廣告預算於騰訊廣告平台裡，例如朋友圈廣告，吸引廣告流量至其小程序落地頁，並高效地轉化為營銷額。因此，廣告庫存的需求增加了，帶動期內微信小程序提供的廣告收入按年增長了一倍多；微信朋友圈內更高毛利率的視頻廣告庫存亦有所增加，期內佔據了朋友圈裡近一半的廣告收入。

媒體廣告

至於「媒體廣告」分部收入經歷了近兩年的跌勢，今年上半年稍見好轉，錄得 2.9% 按年升幅（圖 6 中藍線），主要受到音樂應用的廣告收入增加所帶動。至於新聞廣告收入減少，局限了該分部整體增幅。不過，媒體廣告收入逐漸變得無足輕重，對整體收入增長表現影響有限。

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

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

正如圖 7 所示，媒體廣告的收入佔比逐年遞減，今年上半年的佔比跌至 14.8%。正如去年報告中提過，「社交及其他廣告毋須如媒體廣告部門般花上大量的內容成本，毛利率相對較高」，亦因此今年第二季的毛利率達 48.7%，較第一季的 45.0% 有所改善（圖 8），除了因季節性因素，James Mitchell 亦歸因於較高毛利的微信產品組合佔網絡廣告收入比重提高所致。

不過，上半年整體廣告毛利率為 47.0%，比起去年同期的 50.3%，及去年全年的 51.4%，出現下跌，估計主要由於去年疫情期間，節目上線數目減少了，內容成本亦有所下跌，導致上年毛利率改善。事實上，在去年底騰訊在《2020 騰訊視頻內容生態大會》上發布了《2020 騰訊視頻年度指數報告》，當中透露過去年的確受到疫情影響，綜藝節目線下錄製的限制增加了，產量因此較 2019 年減少了 32 部。

下半年騰訊網絡廣告

估計今年疫情改善後，綜藝節目製作應有所增加，媒體廣告成本理應隨之上漲，下半年的毛利率應較去年同期的落後一點。

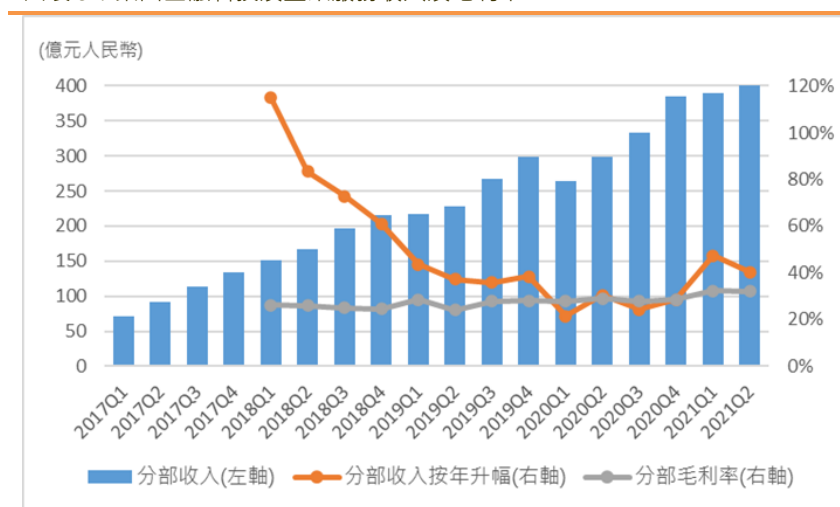
另外，要注意的是，受內地 K-9 課後教育服務的廣告大幅減少、閃屏廣告的監管變化、整體消費活動降至正常化水平等因素影響，預計第三季度內地網絡廣告行業增長會較第二季有所放緩。不過，東京奧運會舉行，QQ、騰訊視頻、騰訊體育、騰訊新聞提供整合營銷解決方案，或可稍為緩衝騰訊網絡廣告業務所受到的影響力。雖然下半年騰訊網絡廣告收入增長速度或會較去年同期放緩一點，但相信增幅仍可維持雙位數。

金融科技及企業服務

金融科技及企業服務概況

集團第二季的金融科技及企業服務表現令人驚喜。第二季的金融科技及企業服務收入按年大升 40%，至 419 億元人民幣，成本則按年只升 34%，至 285 億元人民幣，亦即毛利按年升 55%，至 134 億元人民幣，毛利率按年由 28.9%，上升 3.1%至 32.0%。

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

金融科技分析及展望

金融科技收入增長主要基於數字支付交易增長。

通過小程序產生的交易額(GMV)按年增長超過一倍，而透過小程序作出的交易，都會由微信支付處理支付環節，令集團金融科技的日活躍用戶數及支付頻率按年皆穩健增長，因此數字支付交易金額按年亦大幅增長。隨著愈來愈多商戶製作小程序以及愈來愈多消費者使用小程序，集團的數字支付交易增長預期可持續一段長時間。

值得一提的是，中小企業對集團的支付生態十分重要；集團現階段會對某些商戶收取非常低或豁免支付費率，並提供輔助資源及服務以支持其發展，幫助中小企業受惠於手機支付日益普及的趨勢；當愈來愈多中小企能夠建立及適應集團的支付系統，集團就能減少對他們的幫助及提高支付費率，此亦可助力集團的支付業務收入增長。

企業服務分析及展望

企業服務收入亦按年大幅增加，主要由於公共服務及傳統產業數字化，以及合併易車的企業服務的收入貢獻所致。

另外，企業服務的毛利率都有所改善，主要由於 PaaS 及 SaaS 的毛利率較 IaaS 高，而集團的 PaaS 及 SaaS 愈來愈受市場歡迎，使兩者的收入增速高於 IaaS 所致。按管理層於分析員會議所述，集團 IaaS 收入增速本已高於市場平均增速，只是 PaaS 及 SaaS 增長更快。

根據國際數據公司(IDC)的資料，集團 2020 年於中國的 IaaS 公有雲市場之中，排名第二，市佔率為 12%，僅次於阿里雲的 38.5%市佔率。

集團以 IaaS、PaaS 及 SaaS 技術，協助公共服務及傳統行業數字化。集團提升了技術及產品，吸引了更多客戶使用集團的平台及軟件服務，例如安全、人工智慧及數據分析服務；而視頻化趨勢則為集團的視頻雲解決方案提供更多機會。

根據國際數據公司(IDC)的資料，集團的視頻雲解決方案收入在中國排名第一。集團進一步打通了通信與效率辦公 SaaS 工具(企業微信、騰訊會議及騰訊文檔)，以支持企業客戶內部及其與外部用戶有更好的協作。

企業微信是集團企業服務生態的基石，而騰訊會議及騰訊文檔，則是集團 SaaS 的皇牌產品。

企業微信：

企業微信是集團微信團隊為企業打造的辦公平台，讓企業管理私域流量。

企業微信提供客戶管理(CRM)能力。員工透過企業微信聯繫舊客戶，並展示企業資訊，可立即得到舊客戶的信任。此外，各類管道客戶匯集後可由企業統一管理，員工離職後，該員工負責的客戶資產可留存和遷移。

企業微信能達致消息互通。企業微信能做到電腦及手機多平台消息實時同步，並於雲端保存。員工亦可透過企業微信與外部合作夥伴進行採購及對賬等溝通。

企業微信亦可作為企業移動辦公工具。員工可在企業微信打卡、進行會議及共同協作文件等。企業微信亦有企業支付功能，企業可以在企業微信內付款給員工或向員工收款。

截至 2020 年 12 月，企業微信企業數達 550 萬，活躍用戶數達 1.3 億，可以接觸的微信用戶達 4 億人。

騰訊會議：

騰訊會議類似 ZOOM，是一個雲會議協作平台，支援螢幕共用、電子白板、線上文檔、會議彈幕、會議紅包、會議錄製及線上投票等活動。

騰訊會議分為個人版、商業版及企業版。個人版基本免費、商業版每月 399 元人民幣起、企業版則要與集團團隊另議。

個人版最多只支持 25 人進入會議，而且每次限時 45 分鐘；商業版為中小企而設，支持最多 2000 人同時進入會議，每個會議不限時，而且有多種附加功能如雲端錄製及重播。企業版則為大型企業而設，附加功能更多。

騰訊會議中國版於 2019 年 12 月上線，國際版則於 2020 年 3 月上線。現時騰訊會議用戶已達一億。於 2020 年 8 月，騰訊會議註冊用戶數目已超過一億。2021 年 6 月的 MAU 和用戶時長，與 2020 年 12 月相比，有雙位數字的快速增長。

騰訊文檔：

騰訊文檔類似 Google doc，是一款可多人協作的線上文檔，可同時編輯 Word、Excel 和 Powerpoint 等文檔，雲端即時保存。騰訊文檔無需註冊，QQ 及微信可一鍵登錄，可跨平台使用；使用者可針對 QQ、微信好友設置文檔訪問及編輯許可權。

騰訊文檔的使用場景很多，可用於團隊管理、產品研發、教育、人力與行政及新媒體運營等。

騰訊文檔的基礎方案現時是免費的，選擇基礎方案已能滿足一般編輯需要。而會員方案則是每月 9 元人民幣，相對基礎方案只提供有限度次數的高階編輯功能如智能糾錯及智能翻譯等，會員方案提供無限次高階編輯功能，而且插入的圖片可更大，單文檔同時協作的人數上限亦更多。

集團第二季企業服務毛利率改善，但集團現階段還沒有要從企業服務獲得盈利的打算。集團現在把所有精力放在增加市場佔有率，以及加深市場滲透度之上，幫助更多行業進行數字化。

騰訊企業服務的不利消息：

今年 8 月 27 日，天津市國資委發布「關於加快推進國企上雲工作完善國資雲體系建設的實施方案」，要求已經在華為雲、阿里雲、騰訊雲、天翼雲等第三方公有雲平台上，部署建立信息系統的國企，在合作租約到期日起兩個月內，全部遷移至國資雲平台，且原則上最遲應於 2022 年 9 月底前全部遷移。

天津國資雲科技有限公司董事長丁金燁在世界智慧大會上表示，成立國資雲就是想把國企數據整合，方便後續企業間聯動以及監管。另外，成立國資雲後，統一管理數據會為國企降低成本，後續會為國企提供數字化轉型方案。

國資雲作為重要的數據安全基礎設施，各地政府部門正加大對國資雲的建設投入。一般由各地國資委牽頭設立，推動國企加快數字化轉型。

天津市國資委在今年 3 月完成建立國資雲，已有國企正在使用。中國多個地方的國資委也在建國資雲，如浙江省及四川省等。

國資雲的出現會如何影響國內雲計算市場？

國資雲的出現令阿里雲及騰訊雲等領先互聯網廠商在政企服務領域的話語權縮小。本來，領先的互聯網廠商以提供整體解決方案見稱，現在或只可與國資雲合作，解決部份技術問題。

不過，大多國內的業內人士普遍質疑國資雲是否能在各地成功推行。普遍認為地方政府可以影響的國企有限，因為大型央企不會上地方政府的國資雲。

騰訊的企業服務客戶為民企、央企及地方國企，相信暫時只有某些地區的地方國企客戶會流失。而且，每個行業上雲也有不同的技術、安全及物理設計等考慮，固中複雜程度非缺少經驗的國資雲所能克服。因此，雖然騰訊雲將流失部份地方國企的客戶，但相信其將有很大機會為國資雲提供協助(特別是 PaaS 及 SaaS 層面)而得到一定服務費。

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年上半年上述兩項收益分別為95.90億元人民幣及293.20億元人民幣，總共為騰訊貢獻了389.10億元人民幣的盈利。

然而騰訊2021年上半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」，此收益淨額達到650.05億元人民幣，大幅增加了股東權益。

上述兩項投資收益總共為騰訊帶來1,039.15億元人民幣的表內收益，紀錄於資產負債表內。但是2021年上半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。

2021年上半年，騰訊的聯營公司的上市企業賬面值為2,344.80億元人民幣，但公允值已達到11,454.27億元人民幣，換言之，騰訊的財報隱藏了9,109.47億元人民幣資產。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1,000.93億元人民幣。

合計全部表內表外的投資收益，投資實際為騰訊2021年上半年帶來2,040.08億元人民幣的資本增值。

然而今年第三季，由於內地互聯網行業監管加劇，市場憂慮會影響互聯網企業的發展前景，引來投資者對上市的內地互聯網企業一輪恐慌性拋售，包括騰訊有份投資的企業。因此騰訊2021年全年的投資資本增值有機會少於今年上半年。

互聯網監管風暴

這次互聯網行業監管風暴由去年螞蟻科技上市觸礁揭開序幕，之後中國政府展開一連串監管行動，包括阿里巴巴因二選一反壟斷行為被重罰182億元人民幣、滴滴(DIDI)因存在嚴重違規收集個人資訊問題被要求下架、中國教培機構因「雙減」政策被徹底整頓、騰訊音樂(TME)因反壟斷案被要求取消獨家版權協議、等等監管事件令市場對互聯網企業前景陷入極大恐慌。

騰訊總裁劉熾平於中期業績會亦有就有關擔憂作出回應。劉熾平認為互聯網監管並不是中國的獨有現象，而是全球大勢所趨。中國監管部門主要是針對互聯網的行業亂象，強調合規及社會責任，他更認為更多的行業監管會陸續出現。

劉熾平認為政府是認可互聯網行業在經濟、社會方面的重要性，亦對於國家的全球競爭力有重要貢獻，政府連串的監管行動只是希望互聯網行業可以持續發展。

騰訊對於監管的態度是擁抱新環境，希望做到完全合規。相對於其他互聯網企業，劉熾平認為騰訊處於很好的位置，因為合規經營一直是騰訊的經營哲學。

我們認為劉熾平所言非虛。以微信為例，騰訊一直對其商業化非常克制，廣告投放有限，而且十分注重用戶體驗，微信沒有頁面廣告，沒有系統進送廣告，不會彈幕，不會閃屏，小程序亦沒有推送功能。另外，微信比其他社交平台更注重用戶私隱，不會為自身的業務需要，強行將用戶使用的不同產品數據打通。

不斷推出的新監管措施將為行業及騰訊帶來不確定性，但長遠來看，騰訊的核心優勢並未動搖。

共同富裕

為響應國家戰略，騰訊繼投入 500 億元人民幣啟動「可持續社會價值創新」戰略後，再次增加 500 億元人民幣資金，啟動「共同富裕專項計劃」，短短 4 個月內投入 1,000 億元人民幣資金。市場擔憂此輪公益投入會損害騰訊利益，1,000 億元人民幣更加是被捐出。

然而根據管理層的說法，這 1,000 億元人民幣並不是純粹的捐贈，而是投資，就像騰訊持續投資互聯網行業一樣。「可持續社會價值創新」項目會投資於包括基礎科學、教育創新、鄉村振興、碳中和、FEW（食物、能源與水）、養老科技和公益數字化等領域探索；而「共同富裕專項計劃」會聚焦於帶動低收入增收、幫助醫療救助完善、促進鄉村經濟增效、資助普惠教育共享等領域。

騰訊將傳統公益方式升級為公益捐贈與可持續創造並重，表示公司期望這些投資並不是單純的付出，而是會自負盈虧，甚至產生盈利。

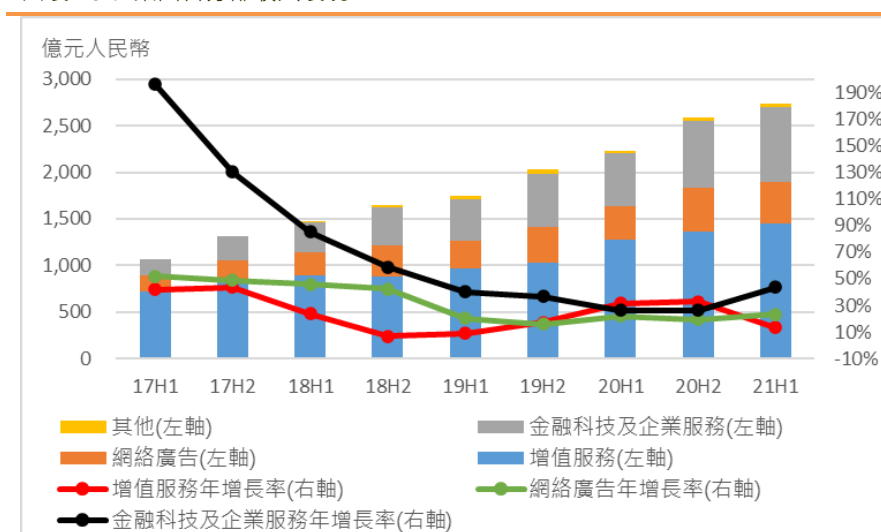
騰訊總裁劉熾平於今年第一季業績會上分享騰訊關於社會價值的看法。他認為營運一家企業就像做人一樣，都是希望做正確的事。長遠來看，做好事並不需要每步計算結果，好的事情最終會降臨到做好事的人。他認為，若然騰訊真正能夠運用自身的科技及產品為社會創造價值，騰訊將會受到用戶、客戶、政府以及員工更好的評價，長遠來看這是對股東最為有利的結果。

財務分析

收入

集團 2021 年上半年收入按年增長 22.7%，至 2,736 億元人民幣，高於我們預期 2021 年全年的收入增長預測 (20.9%)。

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，金融科技及企業服務是集團收入增長的主要貢獻分部。金融科技及企業服務收入按年上升 43.6% 至 809 億元人民幣，主要由於數字支付交易增長，加上公共服務及傳統產業數字化的項目部署恢復，以及合併易車的企業服務收入所致。

集團收入佔比最高的增值服務增長最慢。增值服務收入按年僅升 13.4% 至 1,445 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 14.6% 至 866 億元人民幣，主要由於手機遊戲《王者榮耀》、《PUBG Mobile》及《天涯明月刀手遊》等遊戲的收入增長所推動。社交網絡收入按年增長約 11.5% 至 578 億元人民幣，主要由於於數字內容訂購以及遊戲虛擬道具銷售的收入增長所致。

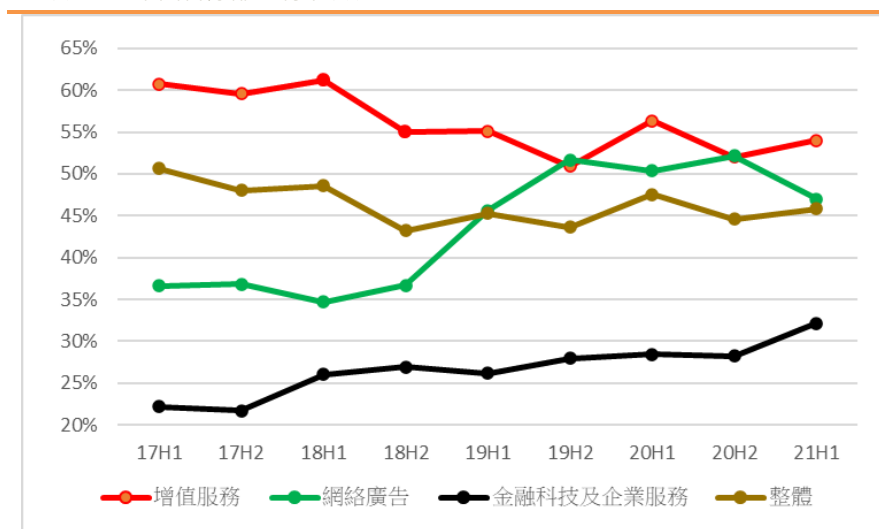
網絡廣告收入按年增長 23.1%，至 447 億元人民幣，主要由於互聯網服務及消費必需品等品類的廣告主需求增加，以及合併了易車的廣告收入所致。社交及其他廣告收入增長 27.3% 至 380 億元人民幣，主要由於微信朋友圈內視頻廣告庫存增加，以及移動廣告聯盟的收入增長所致。媒體廣告收入只升 2.9%，至 66 億元人民幣，主要由於集團音樂應用的廣告收入增加所致。

我們對今年騰訊整體的收入預期，由原先的 5,826 億元人民幣，下調至 5,727 億元人民幣（即按年增幅由 20.9% 降至 18.8%），主要反映內地對遊戲行業的監管對增值服務收入的影響，以及內地 K-9 課後教育服務的廣告減少、內地閃屏廣告監管等因素，對網絡廣告收入的衝擊。但這兩大業務面對的不利因素，料將能被金融科技及企業服務收入勝於原預期的收入增速所抵銷，主要由於微信小程序所帶動的數字支付收入增速令人驚喜。

毛利率

2021 年上半年，集團毛利率為 45.8%，比 2020 年上半年的 47.5% 低 1.7%。

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

集團期內毛利率按年輕微下跌，主要由於(i)金融科技及企業服務的毛利率只有 32.2%，收入佔比最大的增值服務毛利率則有 54.0%，而期內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拖低集團整體毛利率，加上(ii)網絡廣告毛利率大幅下跌所致。

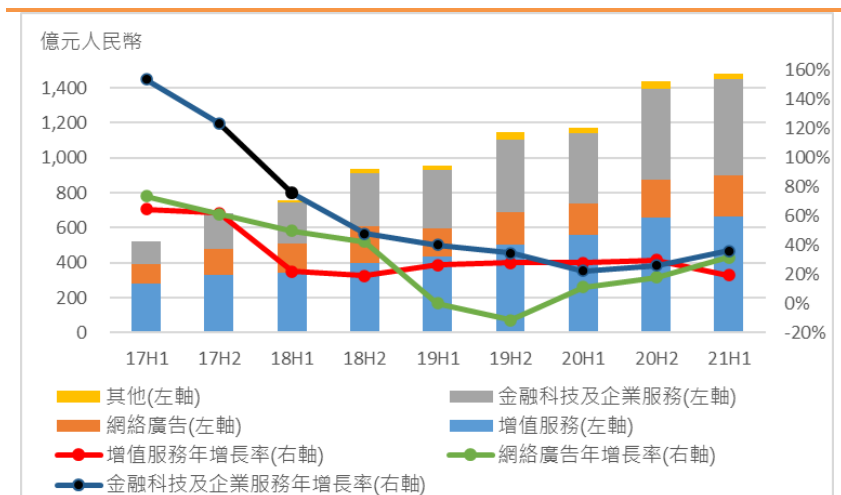
金融科技及企業服務方面，毛利率雖然最低，但卻按年由 28.4%，上升 3.8%至 32.2%主要由於企業服務之中，較高毛利率的 PaaS 及 SaaS 的收入增速高於毛利率較低的 IaaS，亦由於金融科技業務之中，據管理層說法，產品組合的構成(mix shifts)變動所致，我們估計是毛利率較高、但規模較小的理財業務增長較支付業務快。

增值服務方面，今年上半年毛利率為 54.0%，較去年同期的 56.3% 有所下降，主要由於較高毛利率的會員訂閱服務及個人電腦遊戲的收入增長放緩，加上較低毛利率的數字內容服務收入佔比上升，同時數字內容的製作成本有所上升所致。

網絡廣告方面，社交及其他廣告的毛利率較媒體廣告高，而社交及其他廣告的收入佔比比媒體廣告高得多，社交及其他廣告上半年收入更錄得較快增長，惟網絡廣告毛利率按年仍要由 50.3% 下跌至 47.0%。網絡廣告的毛利率按年收窄，主要受服務器與頻寬成本所影響，而內容成本及與移動廣告聯盟的收入增長相關的流量獲取成本增速快過收入，亦令毛利率出現按年跌幅。

2021 全年，我們預期集團毛利率會由去年 46.0%，輕微下跌至 45.8%，與原來的預測相同，主要基於今年上半年金融科技及企業服務的毛利率改善速度快於預期，惟網絡廣告毛利率卻遠遜原來預期，而兩項因素互相抵銷所致。

圖表 12：集團各分部成本表現

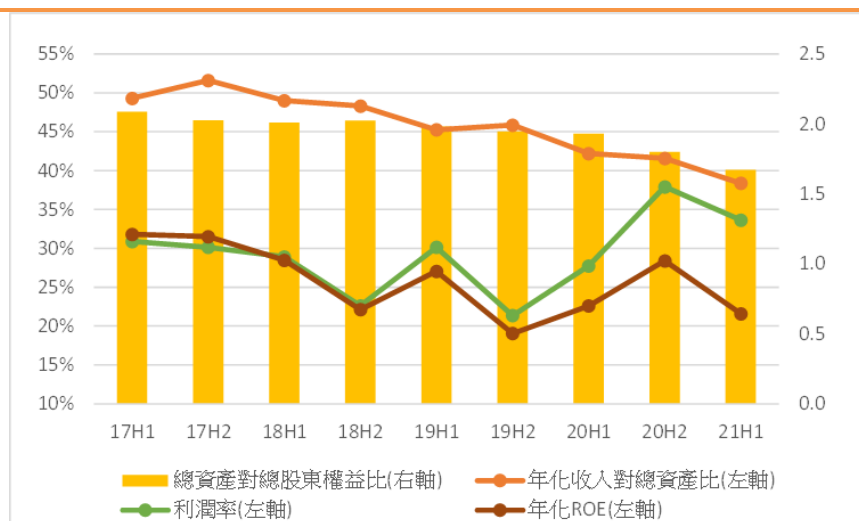


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

利潤率

今年上半年，集團利潤率為 33.6%，較去年上半年的 27.7% 大幅上升 5.9%，主要由於其他收益淨額上升 218.6% 所致。集團其他收益淨額來自於其所投資的公司的估值增加而產生公允價值收益。今年上半年，按撇除投資的非國際財務報告準則計，集團股東應佔溢利按年只升 17%。

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

股東權益回報率

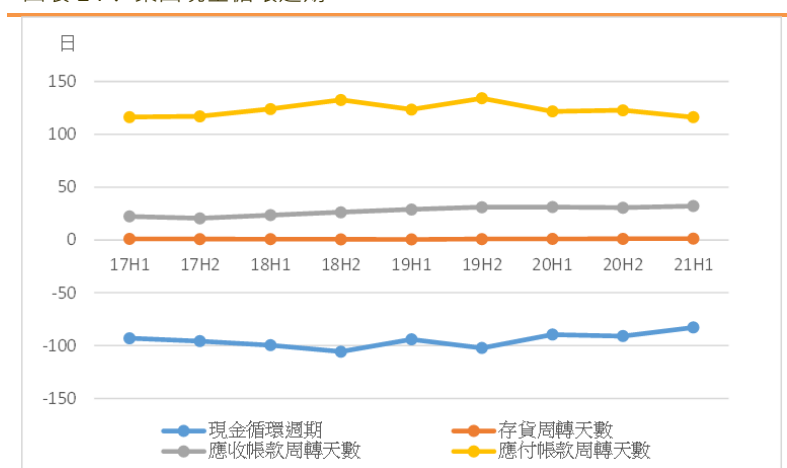
今年上半年，集團年化 ROE 為 21.6%，按年跌 1.0%，主要由於集團槓桿下跌，加上收入對總資產比下跌所致，而此影響被利潤率的按年升幅所部份抵銷。

今年上半年，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，導致集團 ROE 下跌。另外，今年上半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，此亦令集團的 ROE 下跌。不過，期內集團利潤率上升，令 ROE 跌幅收窄。

現金循環週期

於 2017 年至 2020 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。雖然 2021 年上半年，集團的現金循環週期縮至 83 天，但仍是表現優秀。

圖表 14：集團現金循環週期

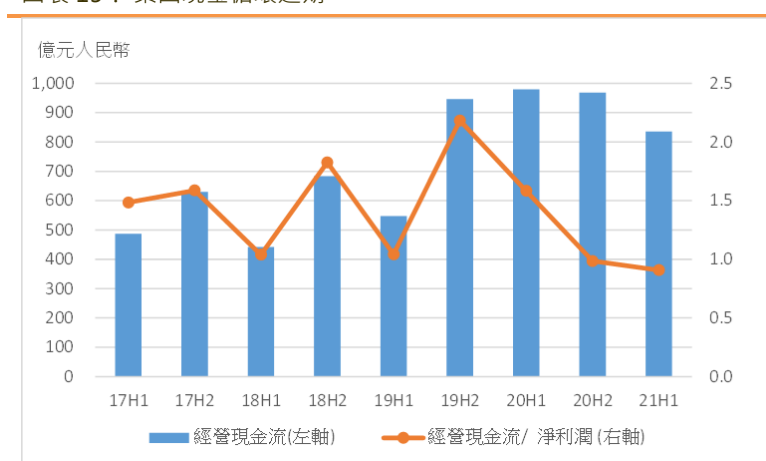


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

2017 年至 2020 年，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，2021 年上半年應收帳款周轉天數亦為 32 天，遠比應付帳款周轉天數為短。

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

今年上半年，集團的經營現金流為 836 億元人民幣，比 2020 年上半年的 979 億元人民幣低 14.6%。

另外，集團的經營現金流對淨利潤比重，於 2017 年至 2020 年上半年皆保持於 1 之上，而於 2020 年下半年及今年上半年亦十分接近 1 的水平，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

由於騰訊的「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	130,424	144,019	163,013

在計算潛在價值時，作了以下假設：

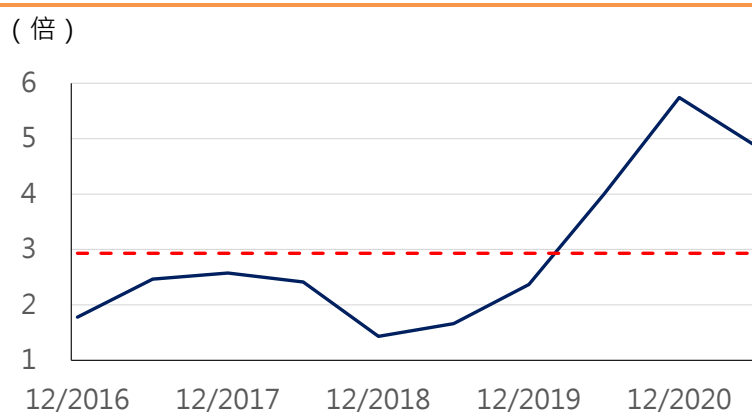
- 股權自由現金流的年增長率，由2023年的約13%，以直線形式續年遞減至2026年的3%，往後的年增長維持於該3%水平；
- 貼現率為7%。

按此計算，截止 2021 年 6 月，「持續經營業務」的市值約值 4.36 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 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。

圖表 16：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

據公司財務報表的公布，截至 2021 年 6 月底止，「於聯營公司的投資」的上市企業合計約 2,344.80 億元人民幣的賬面淨值，同時市值為 1.15 萬億元人民幣，意味市帳率 (PB) 約為 4.9 倍。至於自 2016 年 12 月起計的平均 PB 約 2.9 倍 (圖 16)，若以此 PB 水平推算，非上市公司的市值約 3,584 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 1.70 萬億元人民幣。

騰訊的估值

持續經營業務的 4.36 萬億元人民幣估值，加上 1.70 萬億元人民幣投資價值，以及截至 2021 年 6 月 30 日時騰訊所持有的約 1,417 億元人民幣，估計騰訊整體的市值為 6.19 萬億元人民幣。

按截至 2021 年 6 月 30 日集團已發行的近 96.00 億普通股，及每 1 港元兌 0.83 元人民幣的匯率計，估計騰訊的每股價值為 779 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%	869	967	1103	1309	1651
	6.0%	790	862	959	1094	1298
	6.5%	728	784	856	952	1086
	7.0%	679	723	779	850	944
	7.5%	639	675	718	773	843
	8.0%	605	635	670	714	768
	8.5%	577	602	631	666	709
	9.0%	553	574	598	627	662

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	290,773	304,473	317,604
網絡廣告收入	68,377	82,271	96,302	102,074	107,847
金融科技及企業服務收入	101,355	128,086	178,049	227,680	291,766
收入	377,289	482,064	572,654	641,758	724,748
毛利	166,941	221,436	262,237	289,084	324,091
經營盈利	118,694	184,237	218,846	245,255	276,971
除稅前盈利	109,400	180,022	209,477	234,756	265,113
所得稅開支	(13,512)	(19,897)	(24,513)	(27,471)	(31,023)
年度盈利	95,888	160,125	184,965	207,285	234,090
股東應佔盈利	93,310	159,847	184,644	206,925	233,684

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	1,828,478	2,323,470	2,882,472
非流動資產	700,018	1,015,778	1,433,613	1,852,561	2,328,158
物業、設備及器材	46,824	59,843	73,222	87,924	104,102
無形資產	128,860	159,437	190,860	225,389	263,387
聯營/合營公司的投資	221,894	305,258	359,047	456,246	566,014
流動資產	253,968	318,739	394,865	470,909	554,314
應收賬款	35,839	46,274	51,270	58,045	65,406
現金及現金等價物	132,991	152,798	179,372	204,610	230,351
負債	465,162	555,382	802,629	1,019,911	1,265,290
非流動負債	225,006	286,303	413,760	525,771	652,265
借款	104,257	112,145	162,070	205,945	255,493
應付票據	83,327	122,057	150,620	150,620	140,420
流動負債	240,156	269,079	388,869	494,140	613,025
應付賬款	80,690	94,030	117,511	140,798	153,078
借款	22,695	14,242	38,842	48,996	59,470
遞延收入	60,949	82,827	98,392	110,265	124,524
權益	488,824	778,043	1,025,849	1,303,559	1,617,182
保留盈利	384,651	538,464	709,965	902,161	1,119,211

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	198,867	219,226	245,774
投資活動現金流量	-116,170	-181,955	-202,769	-223,528	-250,597
融資活動現金流量	1,672	13,647	28,612	27,350	28,066
現金及現金等價物結餘	132,991	152,798	179,372	204,610	230,351

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.co

