

腾讯控股 (0700.HK): 游戏出海成为新增长极, to B业务动力强劲

2021年11月18日

强烈推荐/维持

腾讯控股

公司报告

报告摘要:

事件: 腾讯发布 2021 年三季报, 2021 年 Q3, 公司实现营业收入 1423.7 亿元 (+13.5%), Non-IFRS (基于非国际财务报告准则) 调整后归母净利润为 317.5 亿元 (-1.7%)。

广告收入增速拖累整体业绩, 金融科技及企业服务收入占比进一步提升。 2021 年 Q3, 公司营收中增值服务收入 752 亿元 (+8%); 受教育、保险、游戏等行业广告主需求疲软, 2021 年 Q3 腾讯广告收入 225 亿元, 同比增速大幅下滑至 5%, 拖累整体业绩; 金融科技及企业服务收入 433 亿元 (+30%), 金融科技及企业服务收入占比提升至 30.4% (2020 年同期占比为 26.5%)。

游戏业务方面, 公司未成年人防沉迷工作效果显著, 游戏业务预计保持平稳增长, 国内游戏业务短期承压, 海外市场成为新增长极。 公司全面落实我国未成年人游戏防沉迷最新规定, 成效显著, 2021 年 9 月未成年人在公司本土市场游戏时长和游戏流水的占比分别为 0.7% 和 1.1%。2021 年 9 月底, 公司流动负债中递延收入 927 亿元, 环比略有下降, 但总体维持平稳。公司新游戏《英雄联盟手游》稳定在 iOS 畅销榜前 6 名左右, 表现可期。公司首次披露海外市场游戏收入: 2021 年 Q3, 公司本土市场游戏收入 336 亿元, 同比增长 5%, 对比之下, 公司国际市场游戏收入增长强劲, 同比增长 20% 至 113 亿元。公司加大全球游戏开发的投入、扩充 IP 矩阵、积极布局海外研发和运营, 我们预计海外市场将成为公司游戏业务的新增长极:

公司 to B 业务强劲增长, 增速稳健。 公司金融科技及企业服务收入增速高于整体, 带动公司营收增长。支付业务方面, 微信支付日活跃用户数及支付频率维持健康增长, 但部分线下支付场景仍受部分地区疫情反复的扰动。当前, 公司在支付和服务两个层面和银联云闪付深化合作, 随着互联互通的分阶段、分步骤的持续推进, 公司支付业务规模有望继续扩张。云及其他企业服务方面, 公司 SaaS 和 PaaS 业务进展顺利。

微信生态将显现出更大广告价值。 展望未来 1-2 个季度, 《个人信息安全保护法》的施行及宏观经济下行压力双重扰动下, 公司在线广告业务仍将承压。公司 Q3 广告收入主要受社交及其他广告收入推动, 主要为微信小程序及微信公众号的广告收入增长。截至 2020 年 9 月底, 微信及 WeChat 合并月活账号 12.63 亿, 当季微信活动小程序同比增 40%, 公司利用公众号、体育及游戏内容的资源丰富视频号的内容, 随着微信小程序、视频号等重要生态持续健康发展及互相打通, 微信生态将释放更大的流量商业价值。

盈利预测与评级: 公司具有稳固基本盘, 各项核心业务保持稳健发展, 并积极开拓新增长极, 具备可持续发展动力。同时, 随着外部环境扰动影响逐步减弱, 公司基本面将持续改善。我们预计 2021-2023 年公司 NON-GAAP 净利润分别为 1387.6 亿元, 1797.9 亿元和 2067.6 亿元, EPS 分别为 14.33 元, 18.57 元以及 21.35 元, 对应现有股价 PE 分别为 35X, 27X 和 24X, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: (1) 新游戏未能如期上线; (2) 核心游戏产品流水大幅下滑; (3) 金融科技及云业务进展不及预期; (4) 宏观经济下行影响广告主投放意愿; (5) 行业监管政策变化。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	3772.9	4820.6	5690.0	7041.5	8469.3
增长率 (%)	20.7%	27.8%	18.0%	23.8%	20.3%
NON-GAAP 净利润 (亿元)	943.5	1227.5	1387.6	1797.9	2067.6
增长率 (%)	21.8%	30.1%	13.0%	29.6%	15.0%
每股收益 (元)	9.85	12.75	14.33	18.57	21.35
PE	46.3	25.4	35.1	27.1	23.5

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

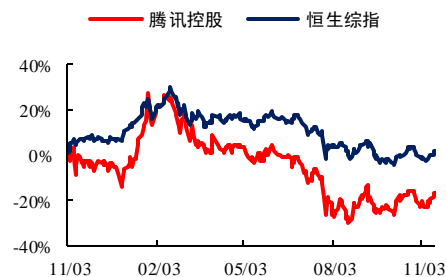
公司简介:

腾讯于 1998 年 11 月在中国深圳成立, 2004 年 6 月在香港联合交易所主板上市。腾讯以技术丰富互联网用户的生活。通过通信及社交平台微信和 QQ 促进用户联系, 并助其连接数字内容和生活服务, 尽在弹指间。通过高效广告平台, 协助品牌和市场营销者触达数以亿计的中国消费者。通过金融科技及企业服务, 促进合作伙伴业务发展, 助力实现数字化升级。大力投资于人才队伍和推动科技创新, 积极参与互联网行业协同发展。(资料来源: 公司年报)

交易数据

52 周股价区间 (元)	421.2-766.5
总市值 (亿元)	39570.03
流通市值 (亿元)	39570.03
总股本/流通 A 股 (亿股)	95.95/0
流通 B 股/H 股 (万股)	0/95.95
52 周日均换手率	66.33

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 石伟晶

021-25102907

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518080001

分析师: 辛迪

010-66554013

xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

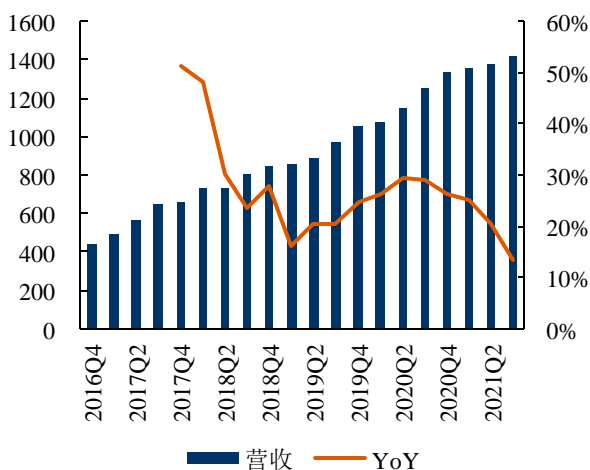
S1480521070008

事件: 腾讯发布 2021 年三季度报, 2021 年 Q3, 公司实现营业收入 1423.7 亿元 (+13.5%), Non-IFRS 归母净利润为 317.5 亿元 (-1.7%)。

点评:

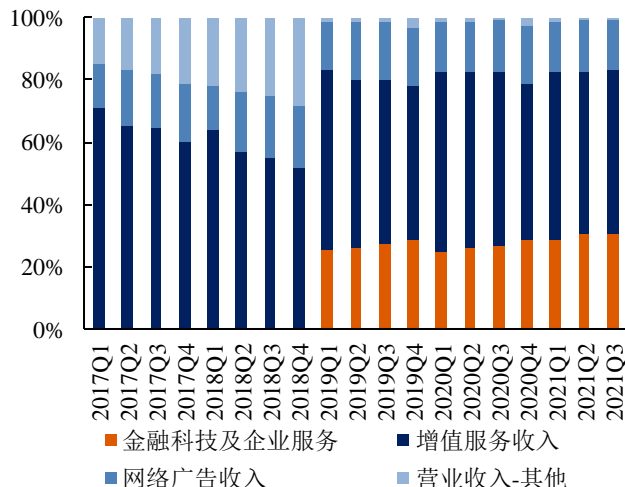
广告收入增速拖累整体业绩, 金融科技及企业服务收入占比进一步提升。2021 年 Q3, 公司营业收入同比增长 13.5% 至 1423.7 亿元, 其中增值服务收入 752 亿元, 同比增长 8%; 受教育、保险、游戏等行业广告主需求疲软, 2021 年 Q3 腾讯广告收入 225 亿元, 同比增速大幅下滑至 5%, 拖累整体业绩; 金融科技及企业服务收入 433 亿元, 同比增长 30%, 金融科技及企业服务收入占比提升至 30.4% (2020 年同期占比为 26.5%)。

图 1: 腾讯 2016Q4-2021Q3 总营收 (分季度, 亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所整理

图 2: 腾讯 2017 年至今营收结构 (分季度)

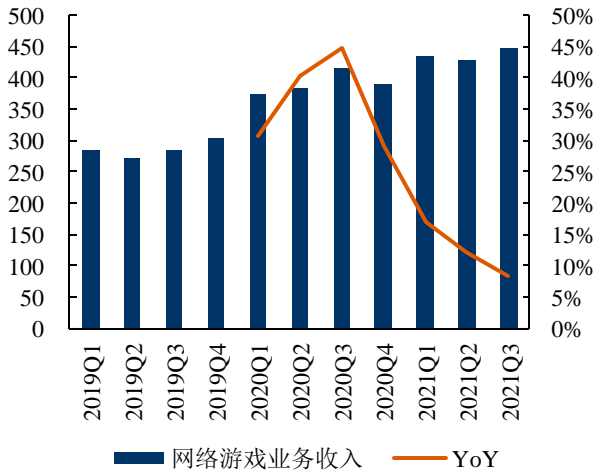


资料来源: Wind, 东兴证券研究所整理

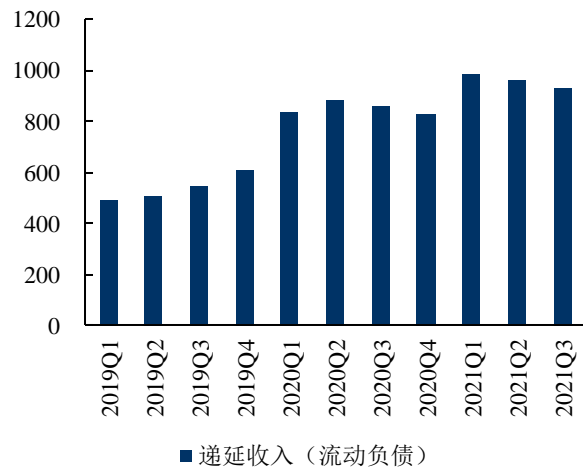
未成年人防沉迷工作成效显著, 游戏业务预计保持平稳增长。自 2021 年 9 月 1 日起, 公司全面落实我国未成年人游戏防沉迷最新规定, 成效显著: 2021 年 9 月, 未成年人在公司本土市场游戏时长和游戏流水的占比分别为 0.7% 和 1.1%, 较 2020 年 9 月的 6.4% 和 4.8% 显著下降。2021 年 Q3, 公司网络游戏业务收入 449 亿元, 其中来自手游的收入为 425 亿元 (+9%), 从递延收入来看, 截至 2021 年 9 月底, 公司递延收入 927 亿元, 环比略有下降, 但总体维持平稳。2021 年 10 月, 公司新游戏《英雄联盟手游》上线, 稳定在 ios 畅销榜前 6 名左右, 表现可期。

国内游戏业务短期承压, 海外市场成为新增长极。公司首次披露海外市场游戏收入: 2021 年 Q3, 公司本土市场游戏收入 336 亿元, 同比增长 5%, 主要受《王者荣耀》、《使命召唤手游》及《天涯明月刀手游》等游戏的推动。对比之下, 公司国际市场游戏收入增长强劲, 同比增长 20% 至 113 亿元 (或按固定汇率计算增长 28%)。我们预计海外市场将成为公司游戏业务的新增长极:

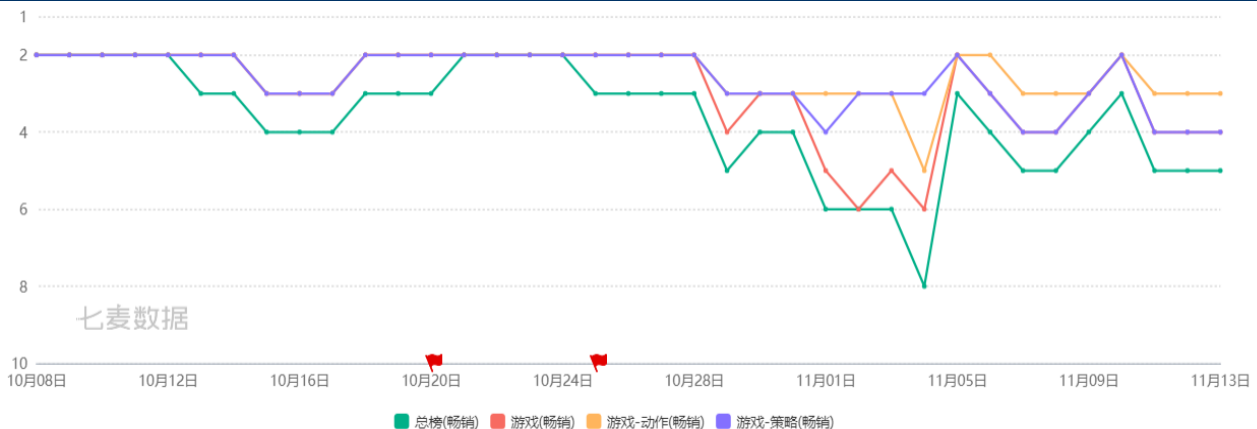
- 加大全球游戏开发的投入, 包括扩充在中国的游戏工作室及具备多款爆款游戏的成熟国际工作室, 并为领先其专攻品类的国际工作室提供专业知识、技术及资金支持, 以培育其发展;
- 扩充 IP 矩阵, 通过开发自有 IP 及与拥有知名 IP 的公司合作, 加强全球 IP 组合;
- 布局海外研发和运营, 在海外建立本地化发行和营运能力。

图 3: 腾讯 2019Q1-2021Q3 网络游戏收入 (亿元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所整理

图 4: 腾讯 2019Q1-2021Q3 递延收入-流动负债 (亿元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所整理

图 5: 《英雄联盟手游》10 月 8 日上线以来表现


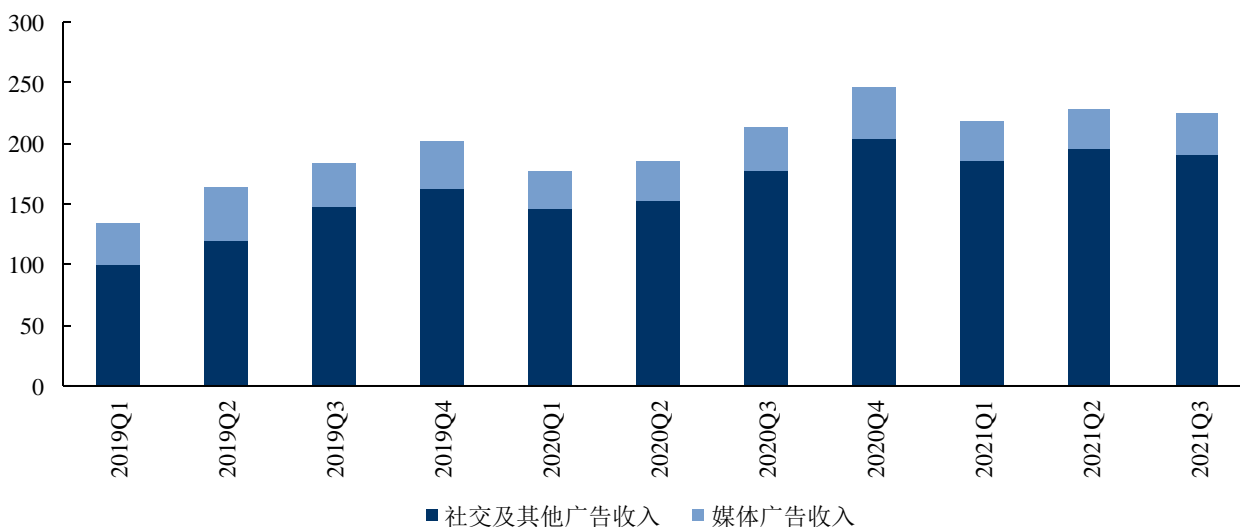
资料来源: 七麦数据, 东兴证券研究所

公司 to B 业务强劲增长, 增速稳健。 公司金融科技及企业服务收入增速高于整体, 带动公司营收增长。支付业务方面, 微信支付日活跃用户数及支付频率维持健康增长, 但部分线下支付场景仍受部分地区疫情反复的扰动。当前, 公司在支付和服务两个层面和银联云闪付深化合作, 随着互联互通的分阶段、分步骤的持续推进, 公司支付业务规模有望继续扩张。云及其他企业服务方面, 公司 SaaS 和 PaaS 业务进展顺利, 目前腾讯企点已经服务了超过 100 万家企业, 大中型客户渗透率不断提升; 数据库 PaaS 解决方案-TDSQL 已服务超过 3,000 家客户, 包括中国前十大银行中的六家。

微信生态将显现出更大广告价值。 2021 年 Q3, 公司广告业务收入 225 亿元, 同比增长 5%。展望未来 1-2 个季度, 《个人信息安全保护法》的施行及宏观经济下行压力双重扰动下, 公司在线广告业务仍将承压。公司 Q3 广告收入中, 媒体广告收入 35 亿元 (-4%), 社交及其他广告收入 190 亿元 (+7%), 社交及其他广告收入主要受微信小程序及微信公众号的广告收入增长的推动。截至 2020 年 9 月底, 微信及 WeChat 合并月活账号 12.63 亿, 当季微信活动小程序同比增 40%, 公司利用公众号、体育及游戏内容的资源丰富视频号

的内容, 随着微信小程序、视频号等重要生态持续健康发展及互相打通, 微信生态将释放更大的流量商业价值。

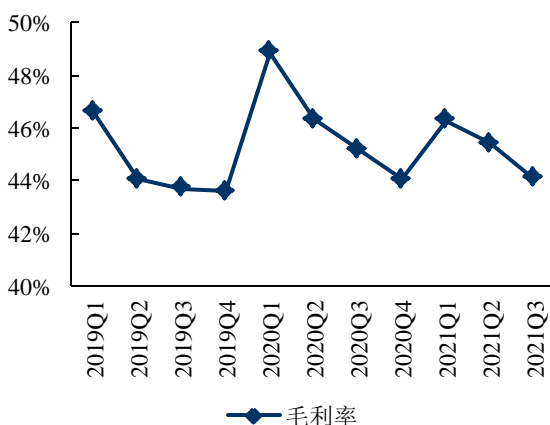
图 6: 2019Q1-2021Q3 腾讯控股广告收入构成 (亿元)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

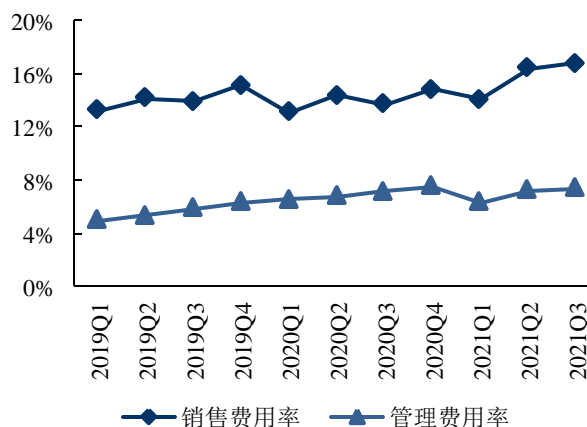
毛利率略有下滑, 管理费用率有所上升, 利润端承压。2021年Q3, 公司主营业务毛利率为44.1%, 同比下滑1.1pcts。当季公司收入成本796亿元, 同比增长16%, 主要受支付业务交易成本、服务器与带宽成本、云服务项目部署成本以及内容成本的增加推动。公司一般及行政开支为239亿元, 同比增长39%, 主要为研发开支和雇员成本(包括股份酬金开支增加)增长所致: 当季公司研发开支137亿元, 同比增长39%, 截至2021年9月底, 公司雇员17万人, 同比增长38%。展望未来, 公司在云计算等业务上仍将保持大力投入, 短期利润端承压。

图 7: 腾讯 2019Q1-2021Q3 毛利率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所整理

图 8: 腾讯 2019Q1-2021Q3 销售及管理费用率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所整理

盈利预测与评级：

公司具有稳固基本盘，各项核心业务保持稳健发展，并积极开拓新增长极，具备可持续发展动力。同时，随着外部环境扰动影响逐步减弱，公司基本面将持续改善。我们预计 2021-2023 年公司 NON-GAAP 净利润分别为 1387.6 亿元，1797.9 亿元和 2067.6 亿元，EPS 分别为 14.33 元，18.57 元以及 21.35 元，对应现有股价 PE 分别为 35X，27X 和 24X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

- (1) 新游戏未能如期上线；
- (2) 核心游戏产品流水大幅下滑；
- (3) 金融科技及云业务进展不及预期；
- (4) 宏观经济下行影响广告主投放意愿；
- (5) 行业监管政策变化。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	腾讯专题: 2018—2019, 为何错过短视频?	2021-11-11
行业深度报告	社交网络专题: 抖音、快手是社区还是社交网络?	2021-09-13
行业深度报告	传媒系列报告之 26-小红书: 优质 UGC 电商生态, 内容、用户、变现多维提升	2021-08-20
行业深度报告	传媒系列报告之 25-数字营销产业: 中小厂商如何突围? 出海与技术创新是关键	2021-08-04
行业深度报告	传媒系列报告之 24-数字音频产业商业模式之辨: 流量、会员、版权	2021-07-15
行业深度报告	传媒系列报告之 23-短视频行业报告系列之 3: 快手达人播, 抖音品牌播, 共击十亿增量市场	2021-05-09
行业深度报告	游戏行业: 短视频买量渠道崛起, 游戏研发商乘势而上	2021-02-04
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技: 格局确立, 电商冲锋	2021-01-21
行业深度报告	优质内容主导长短视频格局, 商业化创新提升互联网平台价值	2021-01-14
行业深度报告	长视频: 爱奇艺提价能否成功?	2021-01-07
公司深度报告	优质内容主导长短视频格局变化, 商业化创新提升互联网平台价值-2021 年传媒行业年度策略报告	2020-12-23
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技: 社交筑垒, 百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒: 新模式, 新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化?	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告: 蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告: 视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动: 征途是星辰大海, 坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版: 百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺: 中国奈飞, 盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技: 卡位长音频赛道, 稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股 (0700.HK): 微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9- 网易游戏: 520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集: 模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒 (002027): 主营走出最难时刻, 竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济: 渐具马太效应, 平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业: 互联网催生新业态, 新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技: 精细化运营内容与流量, 打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒 (300251): 艺术科技结合体, 估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告: 旧娱乐, 新风尚, 大市场	2019-11-26

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。5 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。以腾讯为研究核心，跟踪腾讯各块业务进展及竞争对手情况，覆盖网络社区、短视频、网游、长视频、互联网广告等行业。

分析师：辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。以腾讯为研究核心，跟踪腾讯各块业务进展及竞争对手情况，覆盖网络社区、短视频、长视频、数字阅读等行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526