“微信禁令”再被法官驳回 腾讯受海外业务影响小

——腾讯控股（0700.HK）海外情况跟踪

要点

事件：1）2020年8月6日，美国总统签署行政禁令，宣布45天后即9月下旬，禁止美国个人、企业与微信及其母公司腾讯相关的任何交易，但对于限制的国家地区禁令表达不清晰；2）**10月23日，美国旧金山地方法院法官驳回了美司法部的最新请求，维持其在上月的裁定，即禁止将微信从苹果及谷歌等美国应用商店中下架。法官裁定：虽然某些法理和事实上的细节问题尚未审清，但在法院最终判定总统令和实施细则是否违宪之前，总统令和实施细则均不得实施。未来不排除上诉到高院的可能。**

点评： Wechat禁令被法官驳回，仍可正常下载与使用；即便WeChat禁令生效也并不会对腾讯整体业务产生显著影响。1）从用户角度看，2019年WeChat在美约有148万MAU（数据来自statista），而截至2019年微信及WeChat总计有11.65亿MAU，由此推算微信美国MAU占比不足1%；**2）从收入角度看，**2019年腾讯海外收入占比仍不足5%，其中来自美国的收入占比不足2%。由于微信在美国以及海外业务体量占比很小，即便微信禁令生效也并不会对腾讯整体业务产生显著影响；**3）从过往历史看，**腾讯经历过两次海外产品下架事件，其中2017年俄罗斯下架事件中，俄罗斯通信监管机构发表声明，称因腾讯已经按要求提供信息，故解除了对WeChat的限制。

腾讯投资活跃，其资产仍主要集中于国内市场，中国大陆及香港的投资占比居第一；北美地区是腾讯海外投资版图的重要地区，其投资占比居于所有区域第二名。1）2015年-2019年腾讯在海外投资资产规模不断攀升，其中北美市场是最重要的海外投资地区，历年来投资规模保持海外市场第一；2）截至2019年，**腾讯投资资产仍然集中于国内市场，大陆及香港地区占比全球第一为65.89%。**腾讯在美投资主要集中于游戏、SNS和企业级服务。从现有信息来看，美国此次“净化网络计划”及手机 APP、应用商店、云存储、运营商、电缆等多个领域，**目前对腾讯的不确定性影响主要集中于WeChat在美的运营，而游戏业务前期进行了安全审查，多数腾讯投资的游戏公司投资比例低，由美国管理层主导经营，暂未受影响。**

盈利预测：公司海外业务体量及收入占比小，核心业务游戏收入继续高速增长，增值服务、网络广告、金融科技与云服务均表现出较强的逆周期成长性，微信通过视频内容/广告/小商店有望加速商业生态成长与货币化。维持公司20-22年non-IFRS净利润预测至1,257/1,444/1,694亿元，现价对应39/34/29x PE。维持SoTP估值中增值服务估值至30xPE、金融科技业务估值至10xPE，维持目标价至602港元（其中增值服务/网络广告/金融科技/云服务/投资分别贡献350/70/107/27/49港元），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速下行、流量红利见顶、竞争风险、疫情冲击

公司盈利预测与估值简表

指标	018	019	020E	021E	2022E
营业收入（亿元 RMB）	3,127	3,773	4,675	5,357	6,178
营业收入增长率	22%	18%	27%	13%	15%
Non-IFRS 净利润(亿元 RMB)	775	944	1,257	1,444	1,694
归母净利润增长率	19%	22%	33%	15%	17%
EPS（摊薄，RMB）	8.10	9.77	12.97	14.85	17.37
P/E（港币汇率 0.91）	63	52	39	34	29

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2020-10-19

买入（维持）

当前价/目标价：561.5/602 港元

作者

分析师：孔蓉

执业证书编号：S0930517120002

021-52523837

kongrong@ebscn.com

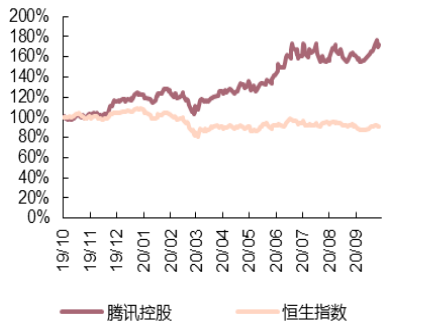
联系人：王凯

wangkai8@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	95.85
总市值(亿港元)：	53,817.77
一年最低/最高(港元)：	314.6-574
近 3 月换手率：	18.9%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.6	283.5	78.3
绝对	7.0	280.6	70.1

资料来源：Wind

相关研报

关于腾讯的五问五答——腾讯控股（0700.HK）动态跟踪暨 19Q2 业绩点评 2019-08-18

转型周年考，腾讯产业互联网进展如何？——腾讯控股 (0700.HK) 转型一周年跟踪点评 2019-10-10

1、“微信禁令”再被法官驳回 WeChat 仍可正常使用

当地时间10月23日，美国旧金山地方法院法官驳回了美司法部的最新请求，维持其在上月的裁定，即禁止将微信从苹果及谷歌等美国应用商店中下架。据“美国之音”23 日报道，美国旧金山地方法院法官劳雷尔·比勒当日表示，美国司法部的新证据并未改变她对微信的看法。美国司法部此前宣称，微信威胁了美国国家安全。**法官裁定：虽然某些法理和事实上的细节问题尚未审清，但在法院最终判定总统令和实施细则是否违宪之前，总统令和实施细则均不得实施。未来不排除上诉到高院的可能。**

1）8 月 6 日，美国总统签署行政禁令，宣布 45 天后即 9 月下旬，禁止美国个人、企业与微信及其母公司腾讯相关的任何交易，但对于限制的国家地区禁令表达不清晰；

2）8 月 9 日，在美的微信用户及律师自发成立了“微联会”，维护在美华人权益，开始了对总统禁令的辩驳；

3）8 月 11 日，美国企业如苹果、沃尔玛、福特等十几家美国跨国企业均在中国开展业务，多次与美国政府沟通，最终美国政府表示该禁令主要限定集中于美国境内，不会影响其他国家业务；

4）9 月 17 日，美国司法部公开声明，表示只要是用于个人和商业目的，在美的微信用户可以继续正常下载和使用微信，不会承担违反总统令的民事和刑事责任；

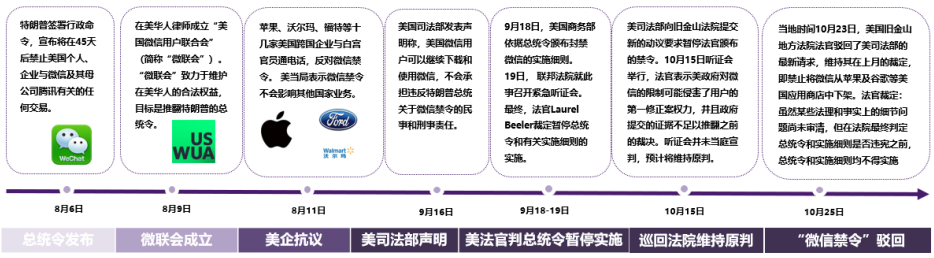
5）9 月 18 日，美国商务部公布了总统禁令的实施细则，要求 9 月 20 日美国应用商店下架 WeChat，19 日联邦法院加州法官裁定暂停了总统禁令的有关实施细则和实施进展，WeChat 在美仍可正常下载和使用；

6）9 月 25 日，美国司法部上诉美国九巡法院，寻求驳回比勒法官颁布的临时禁令；

7）10 月 15 日，美国法官表示，美国司法部提交的新一份文件“不会改变结果”，继续阻止了美国政府对 WeChat 的禁令；

8）**当地时间 10 月 23 日，美国旧金山地方法院法官驳回了美司法部的最新请求，维持其在上月的裁定，即禁止将微信从苹果及谷歌等美国应用商店中下架。**未来不排除上诉到高院的可能。

图 1：腾讯海外事件时间轴梳理

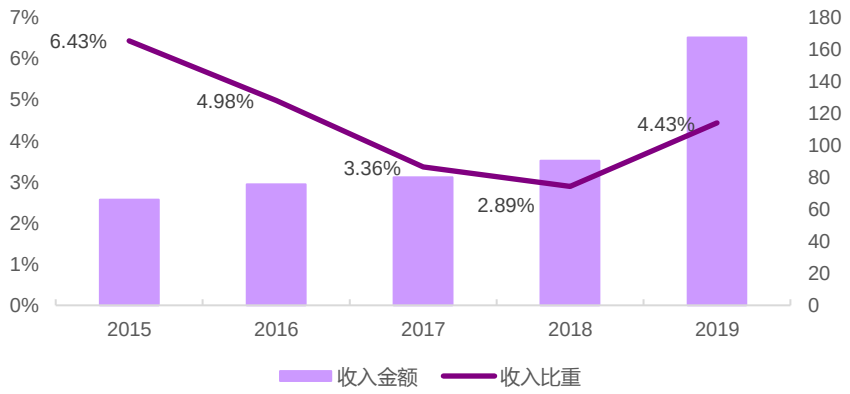


资料来源：光大证券研究所整理（注：图中时间为美国当地时间）

光大富尊会-上分

从用户角度看，2019 年 WeChat 在美约有 148 万 MAU（数据来自 statista），而截至 2019 年微信及 WeChat 总计有 11.65 亿 MAU，由此推算微信美国 MAU 占比不足 1%；**从收入角度看，**2019 年腾讯海外收入占比仍不足 5%，其中来自美国的收入占比不足 2%。由于微信在美国以及海外业务体量占比很小，即便微信禁令生效也并不会对腾讯整体业务产生显著影响。

图 2：腾讯海外收入变化（单位：亿元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

从历史来看，腾讯经历过两次海外产品下架事件，其中俄罗斯下架事件最终得以解决。

1）2017 年 5 月 5 日，俄罗斯联邦通信、信息技术与大众传媒监督局限制 WeChat 在俄境内的使用。当地时间 5 月 11 日，俄罗斯通信监管机构发表声明，称因腾讯已经按要求提供信息，故解除了对 WeChat 的限制。

2）2020 年 9 月 2 日，印度电子和信息技术部（MEIT）发布禁用公告，禁用名单包括腾讯出品手游《PUBG mobile》。随后商蓝洞旗下的 PUBG Corporation 声明，将该游戏在印度的特许经营权从腾讯收回。

表 1：腾讯过往海外下架事件梳理

事件	事件源起	处理结果
2017 年 5 月俄罗斯封禁 WeChat	2017 年 5 月 5 日，俄罗斯的微信用户使用权限开始受到限制。俄罗斯联邦通信、信息技术与大众传媒监督局**限制了中国即时通讯软件微信（WeChat）在俄境内的使用，以及该软件网站的访问权限。**	5 月 5 日晚，**腾讯回应称对俄相关法规有不同理解，对此深表遗憾，并正在与当地有关部门沟通。** 当地时间 5 月 11 日，俄罗斯通信监管机构发表声明，称因腾讯已经按要求提供信息，故解除了对 WeChat 的限制。
2020 年 9 月印度封禁《PUBG mobile》	印度电子和信息技术部（MEIT）9 月 2 日发布禁用源自中国 118 款 APP 的公告，禁用名单中包括**腾讯出品的手游《PUBG mobile》。**	9 月 8 日，**韩国电子游戏开发商蓝洞旗下的 PUBG Corporation 发了一份声明，将《PUBG Mobile》在印度的特许经营权从腾讯游戏手中收回，自己负责发行。**

资料来源：光大证券研究所整理

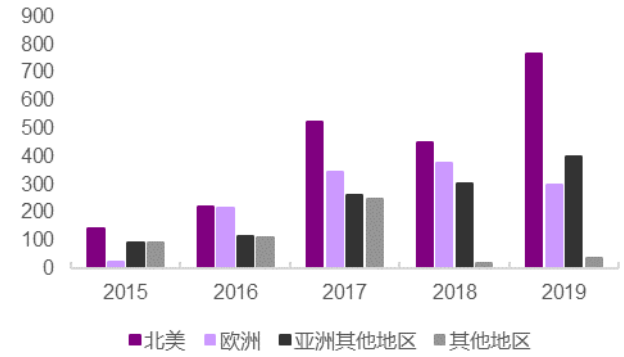
2、腾讯投资活跃 北美投资占比第二

腾讯投资活跃，2019 年腾讯投资资产仍然主要集中于国内市场；北美地区是腾讯海外投资版图的重要地区，其投资占比居于所有区域第二名。

1）2015 年-2019 年腾讯在海外投资资产规模不断攀升，其中北美市场是最重要的投资地区，历年来投资规模保持海外市场第一；

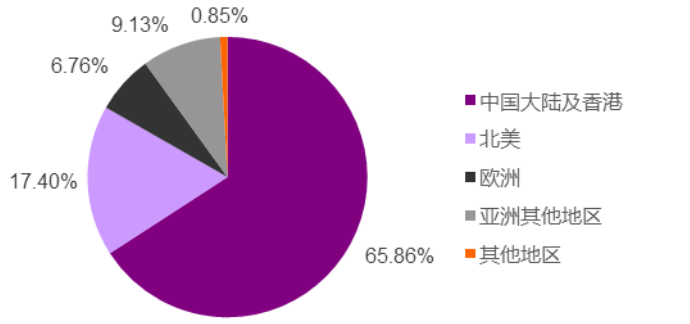
2）2019 年腾讯投资资产仍然主要集中于国内市场，大陆及香港地区占比第一为 65.89%。

图 3：腾讯海外投资资产规模变化（单位：亿元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

图 4：2019 年腾讯投资资产结构



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

腾讯在美投资主要集中于游戏、SNS 和企业级服务。从现有信息来看，美国此次“净化网络计划”及手机 APP、应用商店、云存储、运营商、电缆等多个领域，**目前对腾讯的不确定性影响主要集中于 WeChat 在美的运营，而游戏业务前期进行了安全审查，而多数腾讯投资的游戏公司投资比例低，由美国管理层主导经营，暂未受影响。**

1）游戏投资：Riot Games（全资）、Epic Games（48.4%）、Pocket Gems(38%)、Ubisoft（5%）、Activision Blizzard（24.7%）；

2）SNS 投资：Snapchat（12%）；

3）其他领域投资：Tesla（5%）

图 5：腾讯在美投资业务及持股比例

资料来源：IT 桔子，光大证券研究所整理

3、盈利预测&投资建议

公司海外业务体量及收入占比小，核心业务游戏收入继续高速增长，增值服务、网络广告、金融科技与云服务均表现出较强的逆周期成长性，微信通过视频内容/广告/小商店有望加速商业生态成长与货币化。维持公司 20-22 年 non-IFRS 净利润预测至 1,257/1,444/1,694 亿元，现价对应 39/34/29x PE。维持 SoTP 估值中增值服务估值至 30xPE、金融科技业务估值至 10xPE，维持目标价至 602 港元（其中增值服务/网络广告/金融科技/云服务/投资分别贡献 350/70/107/27/49 港元），维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元 RMB）	3,127	3,773	4,675	5,357	6,178
营业收入增长率	22%	18%	27%	13%	15%
Non-IFRS 净利润(亿元 RMB)	775	944	1,257	1,444	1,694
归母净利润增长率	19%	22%	33%	15%	17%
EPS（摊薄，RMB）	8.10	9.77	12.97	14.85	17.37
P/E（港币汇率 0.91）	63	52	39	34	29

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 10 月 19 日

表 1：腾讯控股 SOTP 估值

	20E 收入（RMB 亿）	20E 净利率	估值方法	估值倍数	分部估值（HKD bn）	对应每股价值（HKD）
增值服务	2,479	45%	PE	30.0x	3,347	350
网络广告	836	32%	PE	25.0x	669	70
金融科技	1,024		PS	10.0x	1,024	107
云服务	257		PS	10.0x	257	27
投资					468	49
合计					5,764	602.4

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 10 月 19 日

4、风险提示

1）宏观经济增速下行：宏观经济增速下行趋势尚未见到明显企稳迹象，公司广告业务预计将持续承压；

2）流量红利消退：中国移动互联网用户数及用户时长基本见顶，对于公司游戏、数字内容和广告业务均有负面影响；

3）竞争加剧：金融科技及企业服务业务面临来自海外云服务巨头如 AWS、微软，以及国内具有先发优势的阿里云的竞争；

4）疫情冲击：全球范围疫情可能反弹带来不确定性。

财务报表与盈利预测

利润表（亿元 RMB）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,127	3,773	4,675	5,357	6,178
营业成本	1,706	2,098	2,541	2,937	3,405
利息收入	46	63	106	158	216
其他收益净额	167	197	200	200	220
销售及市场推广开支	-242	-214	-265	-304	-350
一般及行政开支	-415	-534	-662	-759	-875
经营利润	976	1,187	1,513	1,716	1,984
财务成本净额	-47	-76	-67	-73	-80
分占联营/合营公司亏损	15	-17	20	23	30
除税前盈利	945	1,094	1,467	1,665	1,934
所得税开支	-145	-135	-220	-250	-290
期内盈利	800	959	1,247	1,416	1,644
归母净利润(Non-IFRS)	775	944	1,257	1,444	1,694

现金流量表（亿元 RMB）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,109	1,486	1,827	2,015	2,267
净利润	800	959	1,205	1,378	1,602
折旧、摊销	342	447	408	393	388
非现金营运资本变动	356	356	356	356	356
其他项目	-389	-276	-142	-112	-79
投资活动产生现金流	-1,519	-1,162	-812	-844	-883
固定及无形资产变动	-516	-526	-303	-334	-373
长期投资净变动	-383	-335	-	-	-
收购与剥离净现金	-397	-150	-510	-510	-510
其他	-223	-151	0	0	0
融资活动现金流	309	17	50	32	8
已付股利	-68	-83	-128	-146	-170
债务工具融资净现金流	378	230	130	130	130
其他融资活动	6	-119	48	48	48

资产负债表（亿元 RMB）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	7,235	9,540	11,106	12,937	15,021
现金类项目	1,633	1,821	2,886	4,089	5,481
应收账款	284	358	396	459	530
存货	3	7	6	7	9
其他短期资产	250	353	355	403	455
固定资产	351	468	509	549	593
长期投资	2,192	2,136	2,636	3,136	3,636
其他长期资产	2,521	4,396	4,317	4,294	4,316
总负债	3,673	4,652	5,093	5,643	6,247
应付账款及票据	1,208	1,364	1,514	1,752	2,018
短期债务	268	227	307	387	467
其他短期负债	548	811	951	1,114	1,302
长期债务	874	1,043	1,093	1,143	1,193
其他长期负债	774	1,207	1,227	1,247	1,267
总股东权益	3,562	4,888	6,014	7,294	8,774
股本与资本公积	273	353	403	453	503
留存收益	2,997	3,847	4,924	6,156	7,588
其他股东权益	-34	128	126	124	122
少数/非控制性权益	327	561	561	561	561

资料来源：Wind，光大证券研究所预测　注：按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 期写字楼 48 层

北京 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层

深圳 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼