

中概互联 - 腾讯控股（企业分析）

目录

中概互联 - 腾讯控股（企业分析）	1
第一部分：企业分析	2
1.1 企业概览	2
1.2 行业市场规模	2
1.3 行业发展阶段	2
1.4 行业竞争格局	5
1.5 企业护城河	5
1.6 企业管理团队及企业文化	7
1.6.1 企业管理团队	7
1.6.2 企业文化	8
第二部分：财务报表分析	8
2.1 资产负债表分析	8
2.1.1 总资产	8
2.1.2 资产负债率	9
2.1.3 有息负债和货币资金	10
2.1.4 应收预付与应付预收	11
2.1.5 固定资产占比	12
2.1.6 投资类资产分析	13
2.1.7 存货商誉爆雷分析	13
2.2 利润表分析	14
2.2.1 营业收入增长率	14
2.2.2 毛利率	14
2.2.3 期间费用率/销售费用率	15
2.2.4 主营利润率	16
2.2.5 净利润现金比率	16
2.2.6 ROE 净资产收益率	17
2.3 现金流量表分析	18
2.3.1 经营活动现金流分析	18
2.3.2 投资活动现金流分析	18
2.3.3 筹资活动现金流分析	18
2.3.4 发展类型	19
2.3.5 企业分红（直接看股利支付率即可）	19
第三部分：企业估值	19
3.1 合理市盈率	20
3.2 归母净利润增速分析	20
3.3 估值	20
第四部分：分析总结	21
4.1 优势总结	21
4.2 风险总结	21

第一部分：企业分析

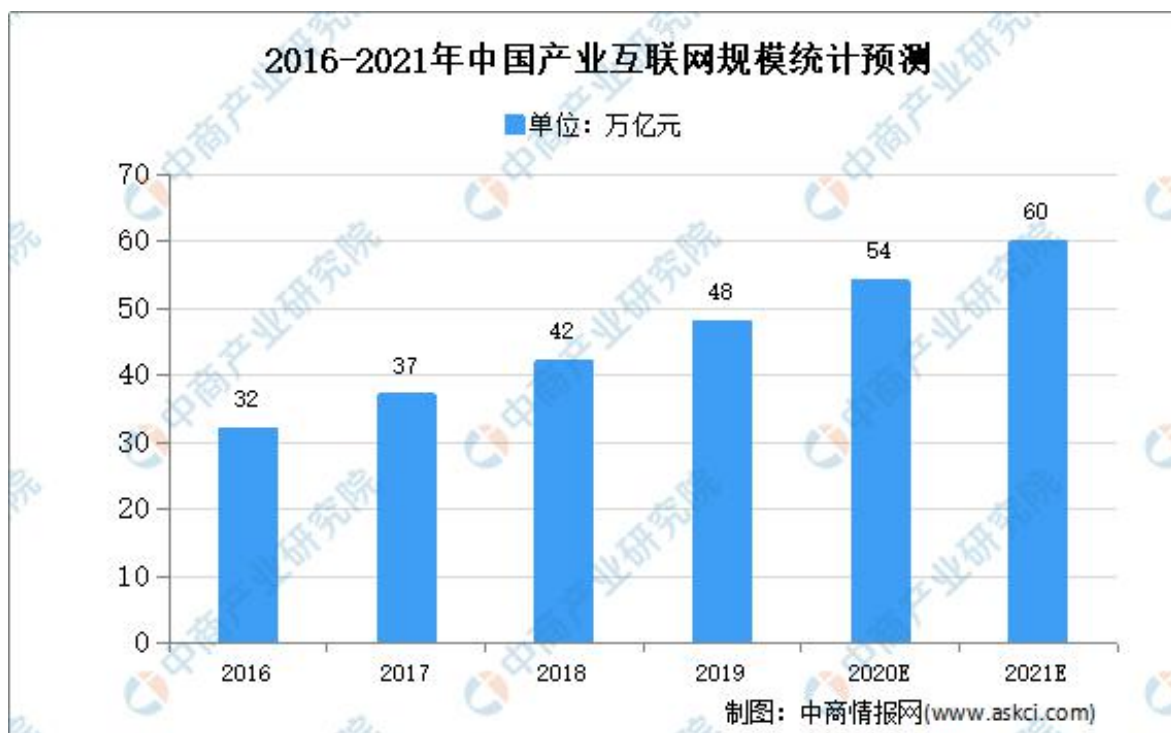
1.1 企业概览

腾讯控股有限公司是一家主要提供增值服务及网络广告服务的投资控股公司。公司通过三大分部运营。增值服务分部主要包括互联网及移动平台提供的网络/手机游戏、社区增值服务及应用。网络广告分部主要包括效果广告及展示广告。其他分部主要包括支付相关服务、云服务及其他服务。

可以发现腾讯主要做电子商贸及互联网服务的

1.2 行业市场规模

随着互联网+技术的不断革新和发展，互联网与传统产业跨界融合将更加广泛、深刻。近年来，产业互联网发展步伐进一步加快，互联网技术对传统产业的产品设计、生产流程、产品销售等全过程渗透增强，并促使传统产业向智能化、数字化、网络化纵深发展。数据显示，2019年，我国产业互联网整体交易规模达到了48万亿元，中商产业研究院预测，2021年我国产业互联网交易规模将达60万亿元。



1.3 行业发展阶段

一、基础设施建设持续推进，互联网顶层互联互通架构进一步完善

2020年，我国基础设施建设持续推进，全国互联网顶层互联互通架构进一步完善，向“全方位、立体化”网间架构布局持续迈进。骨干网直联点大幅扩容，疏导能力持续增强，网间带宽达到14.3Tbps，年增幅超过30%。

截至2020年11月，我国国际互联网出入口带宽为6.5Tbps，新增海南、连云港、舟山、上海、张家口5条国际互联网数据专用通道，共建141个海外POP。截至2020年三季度，我国光缆线路长度达到4983.47万公里，其中长途光缆线路长度达110.61万公里。移动电话基站数达到916万个，互联网宽带接入端口93682万个，其中xDSL端口689万个，光纤接入（FTTH/0）端口86652万个。

二、社交网络服务用户覆盖率稳居网络应用首位，微信构建网络服务新生态

2020年，受新冠肺炎疫情影响，社会大众的沟通交流活动越来越多的从线下转移至线上，社交网络服务用户规模保持平稳增长，用户活跃度进一步提升。截至2020年6月，我国社交网络服务用户规模达9.31亿人，较2019年同期增加1.06亿人，同比增长达12.9%。社交网络服务用户在总体网民中占比达99%，用户使用率位居各类网络应用首位。



三、网络游戏市场规模显著增长，移动游戏市场占比明显提升

2020年，我国网络游戏市场规模显著增长，网络游戏产品呈现精品化趋势，涌现了大量广受用户欢迎和行业关注的精品产品。根据预测结果显示，2020年我国网络游戏市场规模将达到3189亿元，较2019年增长516亿元，同比增长19.3%，增速较2019年提升8.4个百分点。



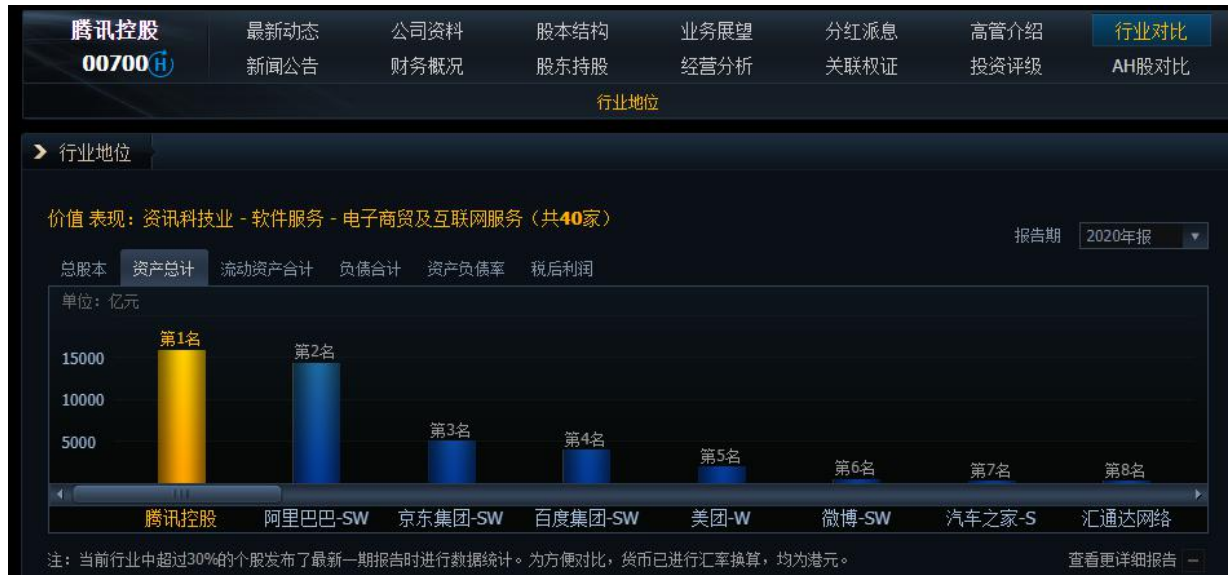
四、电子商务单季度交易额创历史新高，网络零售发展形势持续向好

2020年，在新冠肺炎疫情的影响下，电子商务行业在一、二季度的发展增速明显下滑，于三季度呈现显著反弹趋势，在我国经济社会持续复苏的推动下，电子商务交易额有望于2020年底恢复至历史同期水平。截至2020年三季度，我国电子商务交易额达25.91万亿元。其中，第三季度电子商务交易额达到9.72万亿元，同比增长16.3%。



1.4 行业竞争格局

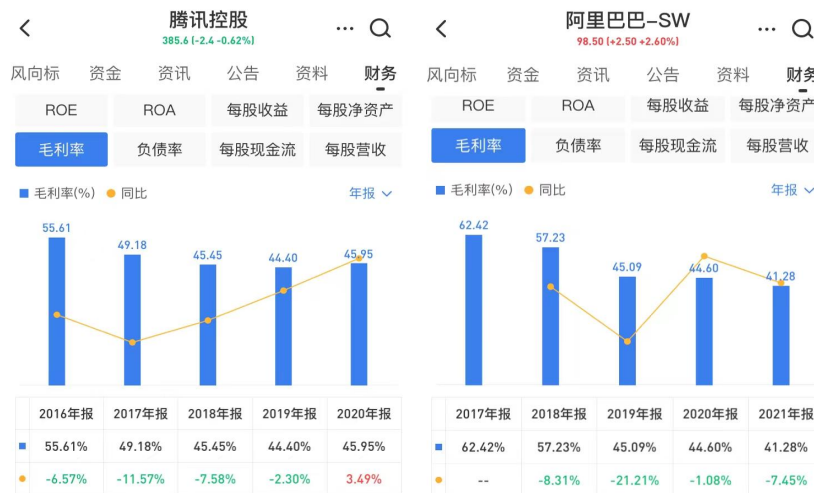
2020 年腾讯控股同行业市值排第 1 名



1.5 企业护城河

借助财报，第三节公司业务概要，三核心竞争力，结合护城河模型分析

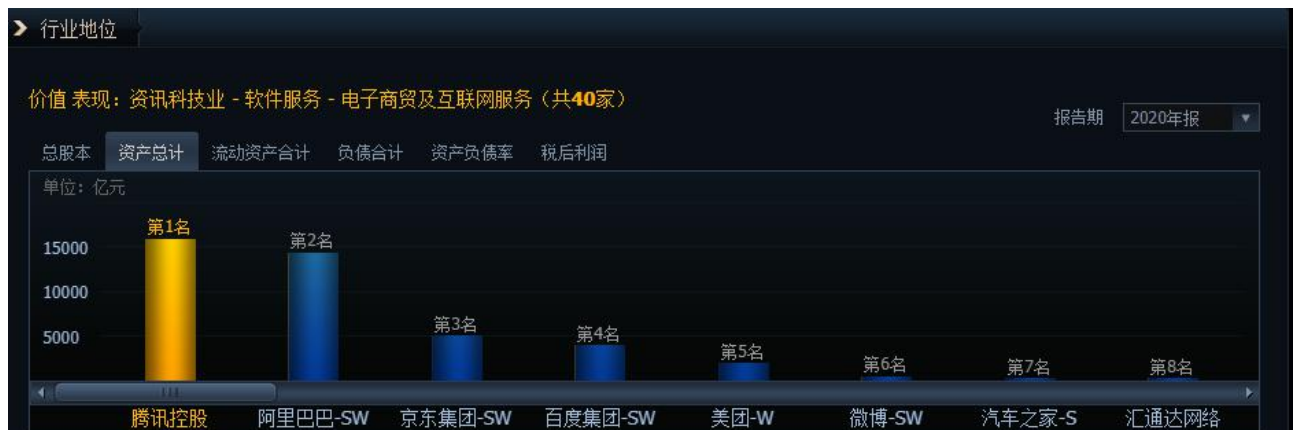
1、品牌优势



2020 腾讯控股毛利率排名靠前说明具有不错的品牌优势

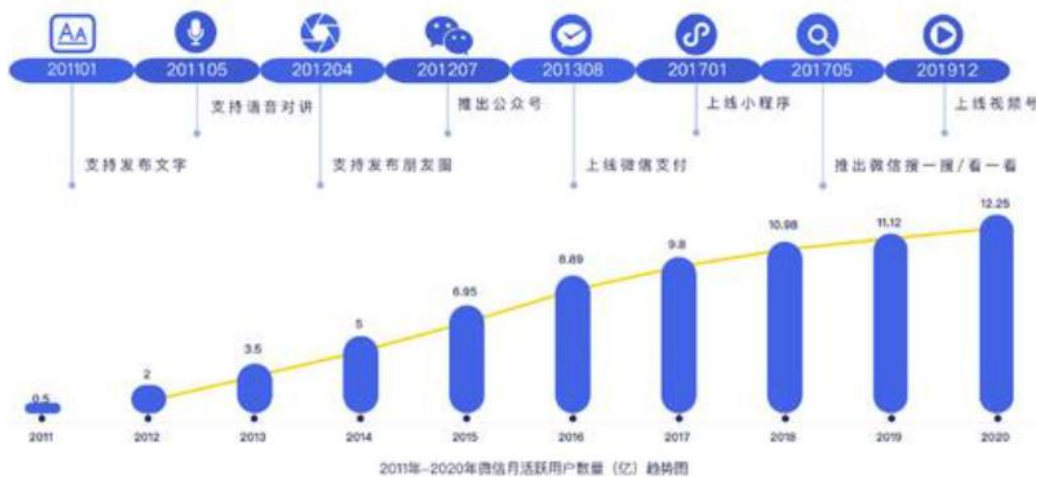
2、效率优势

2020 年腾讯控股营收、毛利、市值排名均靠前说明具有很高的效率优势



3、强网络效应

根据腾讯发布 2020 全年财报数据显示，微信的月活跃用户数已经超过 12 亿，达 12.25 亿，已然成为我国互联网史上用户数量最多的应用。



说明腾讯控股具有较强的网络效应

4、文化优势

企业文化

价值观

正直
坚守底线，以德为先，坦诚公正不推上

进取
无功便是过，勇于突破有担当

协作
开放协同，持续进化

创造
超越创新，探索未来

正直，坚守底线，以德为先，坦诚 说明企业文化具有“真善美”的理念，有着独特的文化优势

1.6 企业管理团队及企业文化

1.6.1 企业管理团队

- 马化腾：主要创办人、董事会主席兼首席执行官
- 刘炽平：董事会执行董事兼公司总裁
- 许晨晔：主要创办人、首席信息官
- 任宇昕：首席运营官、互动娱乐事业群总裁、平台与内容事业群总裁
- 张小龙：集团高级执行副总裁、微信事业群总裁
- James Mitchell：首席战略官、集团高级执行副总裁

长
汤道生：集团高级执行副总裁、云与智慧产业事业群总裁、腾讯音乐娱乐集团董事

卢山：集团高级执行副总裁、技术工程事业群总裁

网大为：首席探索官、集团高级执行副总裁

马晓轶：集团高级副总裁

林璟骅：集团高级副总裁

罗硕瀚：首席财务官、集团高级副总裁

郭凯天：集团高级副总裁

奚丹：集团高级副总裁

杨国安：高级管理顾问

1.6.2 企业文化

我們恪守「正直、進取、協作和創造」的企業文化，「正直」即堅守底線，以德為先，坦誠公正不唯上；「進取」即無功

便是過，勇於突破有擔當；「協作」即開放協同，持續進化；「創造」即超越創新，探索未來。

第二部分：财务报表分析

2.1 资产负债表分析

2.1.1 总资产

资产合计*	3068.18亿	3958.99亿	5546.72亿	7235.21亿	9539.86亿	13334.25亿
总资产增长率		29.03%	40.10%	30.44%	31.85%	39.77%
分析： 总资产增长率大于10%说明腾讯控股公司成长性较好						



同行业市值排名第一说明企业现金充足，实力强

2.1.2 资产负债率



负债合计*	1847.18亿	2096.52亿	2775.79亿	3673.14亿	4651.62亿	5553.82亿
资产负债率	60.20%	52.96%	50.04%	50.77%	48.76%	41.65%

分析:

根据公司最近六年负债可以看出, 负债率小于60%大于40% 偿债风险较小, 但在特殊情况下依然可能发生偿债危机

2.1.3 有息负债和货币资金



货币资金*	0.00亿	0.00亿	0.00亿	1633.22亿	2010.82亿	2554.86亿
交易性金融资产*	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	71.14亿	65.93亿
其他流动资产里的理财产品	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿
结构性存款	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿
准货币资金*	0.00亿	0.00亿	0.00亿	1633.22亿	2081.96亿	2620.79亿
短期借款*	114.29亿	122.78亿	156.96亿	268.34亿	226.95亿	142.42亿
一年内到期的非流动负债	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿
长期借款*	129.22亿	575.49亿	820.94亿	874.37亿	1875.84亿	2342.02亿
应付债券*	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿
长期应付款*	0.16亿	0.16亿	0.16亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿
有息负债总额	243.67亿	698.43亿	978.06亿	1142.71亿	2102.79亿	2484.44亿
准货币资金与有息负债之差	-243.67亿	-698.43亿	-978.06亿	490.51亿	-20.83亿	136.35亿

分析:

准货币资金与有息负债差额小于0, 有偿债压力, 只有2018年, 2020年两年大于0, 表现不稳定 需要持续关注

2.1.4 应收预付与应付预收



应付预收合计	195.86亿	308.79亿	548.37亿	874.55亿	912.24亿	940.30亿
应收预付合计	182.04亿	240.10亿	330.80亿	469.20亿	636.79亿	853.02亿
应付预收-应收预付	13.82亿	68.69亿	217.57亿	405.35亿	275.45亿	87.28亿

分析:
应付预收-应收预付差额持续大于0，表明公司竞争力较强，具有两头吃的能力



应收账款+合同资产	70.61亿	101.52亿	165.49亿	284.27亿	358.39亿	449.81亿
应收合同/总资产	2.30%	2.56%	2.98%	3.93%	3.76%	3.37%

分析：
应收合同与总资产比率在2-3%之间，说明公司产品畅销，属于优秀公司

2.1.5 固定资产占比



固定资产+在建工程+工程物资	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿
固定资产工程占总资产的比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

分析:

比率小于40%，轻资产型公司。保持持续的竞争力成本相对要低一些

2.1.6 投资类资产分析



投资类资产合计	443.39亿	838.06亿	1272.18亿	0.00亿	0.00亿	0.00亿
投资类资产占总资产的比率	14.45%	21.17%	22.94%	0.00%	0.00%	0.00%

分析:

2017年及之前投资类资产占总资产比率大于10%，不够专注主业，2017年以后比率为0%，说明企业开始专注主业

2.1.7 存货商誉爆雷分析



存货*	2.22亿	2.63亿	2.95亿	3.24亿	7.18亿	8.14亿
存货占总资产的比率	0.07%	0.07%	0.05%	0.04%	0.08%	0.06%

分析：
应付预收-应收预付>0且存货占总资产比率<1%，存货基本没有爆雷的风险

2.2 利润表分析

2.2.1 营业收入增长率



科目名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	1028.63亿	1519.38亿	2377.60亿	3126.94亿	3772.89亿	4820.64亿
营业收入增长率		47.71%	56.48%	31.52%	20.66%	27.77%

分析：
营收增长率大于10%，说明公司成长较快，前景较好

2.2.2 毛利率

科目名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020
毛利率波动幅度		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

分析：
毛利率波动幅度小于10%，优秀的公司；

2.2.3 期间费用率/销售费用率



期间费用率	24.13%	22.77%	21.33%	7.78%	6.02%	7.20%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
期间费用率/毛利率	24.13%	22.77%	21.33%	7.78%	6.02%	7.20%

分析：
期间费用率与毛利率比率小于40%，成本控制能力好，属于优秀的企业；



销售费用*	79.93亿	121.36亿	176.52亿	242.33亿	213.96亿	337.58亿
营业收入	1028.63亿	1519.38亿	2377.60亿	3126.94亿	3772.89亿	4820.64亿
销售费用率	7.77%	7.99%	7.42%	7.75%	5.67%	7.00%

分析：
销售费用率小于15%，公司的产品比较容易销售，销售风险相对较小；

2.2.4 主营利润率



营业收入	1028.63亿	1519.38亿	2377.60亿	3126.94亿	3772.89亿	4820.64亿
四费合计	248.18亿	345.95亿	507.03亿	243.33亿	226.95亿	346.88亿
主营利润	780.45亿	1173.43亿	1870.57亿	2883.61亿	3545.94亿	4473.76亿
主营利润率	75.87%	77.23%	78.67%	92.22%	93.98%	92.80%
营业利润	0.00亿	493.63亿	769.39亿	949.45亿	1102.79亿	1598.47亿
主营利润/营业利润		237.71%	243.12%	303.71%	321.54%	279.88%
分析： 主营利润与营业利润比率大于80%，说明企业利润质量高；						

2.2.5 净利润现金比率



经营活动产生的现金流量净额*	454.31亿	655.18亿	1061.40亿	1109.36亿	1485.90亿	1941.19亿
净利润(元)	291.08亿	414.47亿	724.71亿	799.84亿	958.88亿	1601.25亿
净利润现金比率	156.08%	158.08%	146.46%	138.70%	154.96%	121.23%
分析： 净利润现金比率连续六年大于100%，说明利润的含金量高						

2.2.6 ROE 净资产收益率



归属于母公司所有者的净利润*	288.06亿	410.95亿	715.10亿	787.19亿	933.10亿	1598.47亿
归属于母公司所有者权益合计*	1200.35亿	1746.24亿	2560.74亿	3235.10亿	4327.06亿	7039.84亿
净资产收益率 (ROE)	24.00%	23.53%	27.93%	24.33%	21.56%	22.71%
归属于母公司所有者的净利润增长率		42.66%	74.01%	10.08%	18.54%	71.31%
分析： roe持续大于15%，优秀的公司；						

2.3 现金流量表分析



购建固定资产、无形资产和其他长期资产	62.84亿	135.40亿	166.58亿	240.45亿	462.51亿	1723.66亿
经营活动产生的现金流量净额*	454.31亿	655.18亿	1061.40亿	1109.36亿	1485.90亿	1941.19亿
购建支付的现金与经营活动产生的现金流	13.83%	20.67%	15.69%	21.67%	31.13%	88.79%

分析：
购建支付的现金与经营活动产生的现金流量净额的比率大于3%，小于60%，2020年为88.79%不大于100%，说明公司增长潜力较大并且风险相对较小

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
腾讯控股						
经营活动产生的现金流量净额	454.31	655.18	1061.40	1109.36	1485.90	1941.19
投资活动产生的现金流量净额	-636.05	-709.23	-963.92	-1519.13	-1161.70	-1819.55
筹资活动产生的现金流量净额	185.28	314.43	265.98	308.87	167.20	136.47
类型	正负正	正负正	正负正	正负正	正负正	正负正

单位：亿元

2.3.1 经营活动现金流分析

公司经营活动产生的现金流量净额为正，说明公司主业经营赚钱

2.3.2 投资活动现金流分析

投资活动产生的现金流量净额为负，说明公司正在对内或对外投资。

2.3.3 筹资活动现金流分析

筹资活动现金流量净额为正，说明公司在通过借钱或者股权融资筹钱。

2.3.4 发展类型

从上表中可以看出腾讯控股近5年公司所属类型都为正负正
这种类型的公司风险和机会并存。如果要投资这类公司，我们需要分析公司新项目的前景。如果不看好，还是远离比较好。

2.3.5 企业分红（直接看股利支付率即可）



分配股利*	35.71亿	46.70亿	67.55亿	78.90亿	92.60亿	124.01亿
经营活动产生的现金流量净额*	454.31亿	655.18亿	1061.40亿	1109.36亿	1485.90亿	1941.19亿
分配股利、利润或偿付利息支付的现金/经营现金流	7.86%	7.13%	6.36%	7.11%	6.23%	6.39%
分析: 分红比率低于20%，说明公司不够慷慨，但考虑到是互联网企业还是值得关注						

第三部分：企业估值

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
归母净利润	410.95	715.10	787.19	933.10	1,598.47
总收益率	288.97%				
复合增长率	40.44%				
根据复合增长率估计的净利润增长率	40%	根据护城河和五年平均市盈率综合估计的合理市盈率	25	亿牛网近5年平均市盈率	42.17
2021年估算净利润	2,237.86	2021年估值	55,946.45		
2022年估算净利润	3,133.00	2022年估值	78,325.03		
2023年估算净利润	4,386.20	2023年估值	109,655.04	市值	
三年后估值的一半 (打5折)	54,827.52	总股本	96.04		
当前总市值	3,570,000,000,000.00		1141.764286		
5折好价格	570.88				

3.1 合理市盈率

根据亿牛网近5年平均市盈率为42.17，结合强网络效应，独特优势等护城河，这里给到25倍，

好价格为570.88元

3.2 归母净利润增速分析

根据上表可以看出归母净利润复合增长率为40.44%，说明企业盈利能力较好

3.3 估值

年度	归母净利润 (亿元)	合理市盈率	合理市值(亿元)
2020	1,598.47	25.00	39,961.75
2021E	1,758.32	25.00	43,957.93
2022E	1,934.15	25.00	48,353.72
2023E	2,127.56	25.00	53,189.09

根据归母净利润，利润增速，合理市盈率，可以对腾讯控股进行估值

即：

2020年估值 3.99 万亿元

2021年估值 4.41 万亿元

2022年估值 4.84 万亿元

2023年估值 5.32 万亿元

第四部分：分析总结

4.1 优势总结

测评维度	标准	2016	2017	2018	2019	2020	科目名称	2016	2017	2018	2019	2020
总资产增长率	0	✓	✓	✓	✓	✓	总资产增长率	29.03%	40.10%	30.44%	31.85%	39.77%
资产负债率	60%	✓	✓	✓	✓	✓	资产负债率	52.96%	50.04%	50.77%	48.76%	41.65%
准货币资金与有息负债之差	0	×	×	✓	×	✓	准货币资金与有息负债之差	-698.49亿	-978.06亿	490.51亿	-20.83亿	136.35亿
两头吃的能力	0	✓	✓	✓	✓	✓	应付预收-应收预付的差额	68.69亿	217.57亿	405.35亿	275.45亿	87.28亿
(应收账款+合同资产) 占总资产的比率	10%	✓	✓	✓	✓	✓	(应收账款+合同资产) 占总资产的比率	2.56%	2.98%	3.93%	3.76%	3.37%
公司轻重类型	40%	✓	✓	✓	✓	✓	固定资产工程占总资产的比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
主业专注度	10%	×	×	✓	✓	✓	投资类资产占总资产的比率	21.17%	22.94%	0.00%	0.00%	0.00%
存货占总资产的比率	15%	-	-	-	-	-	存货占总资产的比率	0.07%	0.05%	0.04%	0.08%	0.06%
商誉占总资产的比率	10%	✓	✓	✓	✓	✓	商誉占总资产的比率	5.79%	4.26%	4.51%	9.80%	0.00%
营业收入增长率	10%	✓	✓	✓	✓	✓	营业收入增长率	47.71%	56.48%	31.52%	20.66%	27.77%
毛利率	40%	✓	✓	✓	✓	✓	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
期间费用率	40%	✓	✓	✓	✓	✓	期间费用率	22.77%	21.33%	7.78%	6.02%	7.20%
期间费用率占毛利率的比例	40%	✓	✓	✓	✓	✓	期间费用率占毛利率的比例	22.77%	21.33%	7.78%	6.02%	7.20%
销售费用率	30%	✓	✓	✓	✓	✓	销售费用率	7.99%	7.42%	7.75%	5.67%	7.00%
主营业利润率	15%	✓	✓	✓	✓	✓	主营业利润率	77.23%	78.67%	92.22%	93.98%	92.80%
主营业利润占营业利润的比率	80%	✓	✓	✓	✓	✓	主营业利润占营业利润的比率	237.71%	243.12%	303.71%	321.54%	279.88%
净利润含金量	100%	✓	✓	✓	✓	✓	净利润现金比率	158.08%	146.46%	138.70%	154.96%	121.23%
ROE	15%	✓	✓	✓	✓	✓	净资产收益率 (ROE)	23.53%	27.93%	24.33%	21.56%	22.71%
归母净利润增长率	10%	✓	✓	✓	✓	✓	归属于母公司所有者的净利润增长率	42.66%	74.01%	10.08%	18.54%	71.51%
购建支付的现金与经营活动产生的现金流量净额的比率	3%	✓	✓	✓	✓	✓	购建支付的现金与经营活动产生的现金流量净额的比率	20.67%	15.69%	21.67%	31.13%	88.79%
慷慨度	20%	×	×	×	×	×	分配股利/经营活动产生的现金流量净额	7.13%	6.36%	7.11%	6.23%	6.39%

从腾讯控股近 5 年的财报数据进行分析，如上图所示，各项财务指标表现较好，说明企业盈利能力强、护城河宽，具备上下游两头吃的能力，净资产收益率（roe）持续大于 15% 是一家优秀的企业

4.2 风险总结

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	单位：亿元
腾讯控股							
经营活动产生的现金流量净额	454.31	655.18	1061.40	1109.36	1485.90	1941.19	
投资活动产生的现金流量净额	-636.05	-709.23	-963.92	-1519.13	-1161.70	-1819.55	
筹资活动产生的现金流量净额	185.28	314.43	265.98	308.87	167.20	136.47	
类型	正负正	正负正	正负正	正负正	正负正	正负正	

准货币资金与有息负债差额小于 0，有偿债压力，只有 2018 年，2020 年两年大于 0，表现不稳定

需要持续关注，另外在现金流量表中分析出腾讯控股的发展类型为“正负正”类型 企业赚到钱了，但是大部分钱用来对内或对外投资了，一边还在融资，风险与机会并存，需要持续关注现金流量是否正常

风险提示：以上分析仅供参考，不作为投资建议、投资者应审慎决策理想判断，并自行承担投资风险