

# 腾讯 3Q22 前瞻：视频号信息流逐步变现，游戏短期承压

## 核心观点

- **财务指标前瞻：**收入预期 Q3 达 1381 亿，yoy-3%，qoq+3%，环比预期广告及金融科技修复带动增长。其中，增值业务达 705 亿，yoy-6%，qoq-2%；网络广告达 197 亿，yoy-13%，qoq+6%；金融科技与企业服务达 464 亿，yoy+7%，qoq+10%。毛利率达 43%，yoy-1%，qoq-1%；销售费率达 6%，yoy-1%，qoq+0%；一般行政费率达 19%，yoy+2%，qoq-1%。Non-IFRS 归母净利润为 296 亿，yoy-7%，qoq+5%。
- **网络游戏 Q3 预期收入达 397 亿，yoy-12%，qoq-6%。**国内市场：老游戏层面，21Q3《和平精英》基数较高，使得本季度同比收入增速承压。新游戏来看，《英雄联盟电竞经理》贡献一定暑期档增量。海外市场：老游戏层面，《PUBG》及 supercell 公司产品预计将有一定下滑；新游戏方面，我们估计代理完美世界《幻塔》约贡献 9 亿流水增量，但分成造成一定程度毛利率下滑。
- **社交网络 Q3 预期收入达 308 亿，yoy+2%，qoq+5%。**腾讯视频热力值随着《星汉灿烂》、《梦华录》等剧集热播环比增长。视频号与腾讯音乐演唱会联动效果超预期；直播间开通了推流直播测试，丰富了分享手段，可以生成直播二维码。
- **网络广告 Q3 预期收入达 197 亿，yoy-13%，qoq+6%。**传统媒介方面，随着 Q2 疫情逐渐修复，我们预期公司广告收入在 Q3 同比增速逐月好转。供给端增量来看，视频号信息流广告 9 月开始信息流广告竞价模式，正式逐渐放量，为 Q3 带来些许增量。Q4 起，预期 add load（广告加载率）将逐渐增长推动视频号广告收入快速提升。而视频号信息流广告无分成成本，将逐渐推动广告业务毛利率提升。
- **金融科技与企业服务 Q3 预期收入达 464 亿，yoy+7%，qoq+10%。**Q2 受疫情影响，商业支付收入较弱，6 月来看已恢复双位数增长。Q3 随着经济环比修复，支付增速预计将优于二季度。云业务焦点在于自研产品，预期带动利润率提升。

## 盈利预测与投资建议

- 公司头部游戏 Q3 同比受基数影响收入承压，《幻塔》海外、《英雄联盟电竞经理》等新游戏预计将贡献一定增量。广告方面，Q3 逐渐回暖。视频号信息流广告 add load 9 月起放量预期进入快速增长通道。我们预计 22/23/24 年归母净利润为 866/1197/1441 亿元（原 22~24 归母净利润预测值为 955/1484/1788 亿元；因国内游戏版号问题我们下调 22 年游戏收入，同时因视频号信息流广告效果不如预期，我们下调 23-24 年网络广告收入及毛利率），对应 EPS9.0/12.5/15.0 元。采用 SOTP 估值，给予对应目标价 257.64 港币（234.90 人民币 HKD/RMB=0.91），维持“买入”评级。
- **风险提示**  
政策风险、游戏收入不达预期风险、投资标的收益波动不确定性、疫情风险

投资评级	买入（维持）
股价（2022年10月27日）	213.2 港元
目标价格	257.64 港元
52 周最高价/最低价	491.73/198.6 港元
总股本/流通 H 股（万股）	960,880/960,880
H 股市值（百万港币）	2,033,221
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2022 年 10 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-13.28	-25.28	-35.76	-56.37
相对表现	-6.05	-11.07	-9.03	-15.2
恒生指数	-7.23	-14.21	-26.73	-41.17



证券分析师	
项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521110001
崔凡平	021-63325888*6065 cuifanping@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521050003

相关报告	
业绩短期承压，视频号信息流变现开启有望贡献增量：——腾讯控股（0700.HK）	2022-08-25
2022Q2 点评	
业绩短期承压，《APEX 手游》海外登顶有望贡献增量：——腾讯控股（0700.HK）	2022-05-24
2022Q1 点评	
《Apex》等新游驱动海外增长，22H2 增速有望恢复：——腾讯控股（00700.HK）	2022-03-31
2021 年报点评	

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	482,064	561,347	552,486	632,157	716,132
同比增长(%)	27.80%	16.40%	-1.58%	14.42%	13.28%
营业利润(百万元)	118,316	116,732	98,837	141,044	171,735
同比增长(%)	28.20%	-1.30%	-15.33%	42.70%	21.76%
归属母公司净利润(百万元)	159,847	224,822	86,647	119,720	144,051
同比增长(%)	71.30%	40.60%	-61.46%	38.17%	20.32%
每股收益(元)	16.6	23.4	9.0	12.5	15.0
毛利率(%)	46.00%	44.00%	42.95%	46.56%	48.67%
净利率(%)	33.20%	40.10%	15.68%	18.94%	20.12%
净资产收益率(%)	21.60%	16.40%	13.64%	16.12%	17.02%
市盈率(倍)	18	13	22	16	13
市净率(倍)	4	4	2	2	2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

表 1：季度主要财务数据预测

单位：百万/%	21A	22Q1A	22Q2A	22Q3E	22Q4E	22E	23E	24E
营业收入	560,118	135,471	134,034	138,148	144,833	552,486	632,157	716,132
yoy	16.19%	0.12%	-3.06%	-2.96%	0.45%	-1.36%	14.42%	13.28%
营业成本	314,174	78,397	76,167	79,320	81,295	315,179	337,815	367,586
毛利	245,944	57,074	57,867	58,828	63,538	237,307	294,342	348,546
毛利率%	43.91%	42.13%	43.17%	42.58%	43.87%	42.95%	46.56%	48.67%
销售费用	40,594	8,058	7,932	8,452	8,861	33,303	38,424	46,677
一般行政费用	89,847	26,669	26,233	25,657	26,609	105,167	114,875	130,135
IFRS 营业利润	271,620	37,217	30,067	31,156	34,767	133,207	169,905	200,943
营业利润率%	48.49%	27.47%	22.43%	22.55%	24.01%	24.11%	26.88%	28.06%
IFRS 归母净利润	224,822	23,413	18,619	20,804	23,811	86,647	119,720	144,051
Non-IFRS 归母净利润	123,788	25,545	28,139	29,597	31,896	115,177	151,031	180,033

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：主营业务估值

股票代码	股权比例	估值 百万美金	估值 百万人民币	归属腾讯 百万人民币	人民币 /每股	港币/每股	估值占 比	乘数 2022E		估值方案
								P/S	PE	
泛娱乐	96%	118,332	846,904	815,353	84.9	93.1	36.1%			
游戏	100%	107,001	765,807	765,807	79.7	87.4	33.9%	13.1x		可比公司 13.1X P/E
视频	100%	1,775	12,704	12,704	1.3	1.5	0.6%	0.5x		爱奇艺 0.5X P/S
虎牙直播	HUYA.N	469	3,362	1,581	0.2	0.2	0.1%			市值
腾讯音乐	TME.N	6,244	44,686	23,773	2.5	2.7	1.1%			市值
阅文集团	0772.HK	2,843	20,344	11,488	1.2	1.3	0.5%			市值
社交广告	100%	32,095	229,701	229,701	23.9	26.2	10.2%	13.1x		Facebook 13.1X P/E
金融科技	100%	93,442	668,767	668,767	69.6	76.3	29.6%	1.6x	24.0x	支付 1.6x P/S 东方财富等 24.0x P/E
云	100%	17,659	126,386	126,386	13.2	14.4	5.6%	3.8x		可比公司 3.8X P/S
其他	100%	6,136	43,913	43,913	4.6	5.0	1.9%	1.0x		1.0x P/S
总值		258,108	1,915,671	1,884,120	196.1	215.1	83.5%			

数据来源：wind 一致性预期、Bloomberg 一致性预期, 东方证券研究所, USD/RMB=7.16 USD/HKD=7.85 HKD/RMB=0.91

注：市值截止北京时间 10 月 27 日

表 3：游戏可比公司 PE 估值

游戏可比公司	股票代码	市值 (百万人民币)	22E 归母净利润 (百万人民币)	23E 归母净利润 (百万人民币)	22E PE	23E PE
三七互娱	002555.SZ	32758	3187	3690	10.28	8.88
世纪华通	002602.SZ	28394	1995	2761	14.23	10.28
完美世界	002624.SZ	22814	1715	1969	13.30	11.59
动视暴雪	ATVI.O	406199	14263	19618	28.48	20.7
网易	NTES.O	267832	18425	21127	14.54	12.68
TAKE-TWO	TTWO.O	147619	-888	4109	-166.27	35.93
平均值					13.09	13.81

数据来源：wind 一致性预期、Bloomberg 一致性预期, 东方证券研究所, USD/RMB=7.16 USD/HKD=7.85 HKD/RMB=0.91

注：市值截止北京时间 10 月 27 日

表 4：视频可比公司 P/S 估值

视频可比公司	代码	市值 (百万人民币)	营业总收入 22E (百万人民币)	营业总收入 23E (百万人民币)	PS 22E	PS 23E
爱奇艺	IQ.O	13574	28731	30469	0.47	0.45

数据来源：wind 一致性预期、东方证券研究所, USD/RMB=7.16 USD/HKD=7.85 HKD/RMB=0.91

注：市值截止北京时间 10 月 27 日

表 5：社交广告可比公司 PE 估值

社交广告可比公司	代码	市值 (百万人民币)	归母净利润 22E (百万人民币)	归母净利润 23E (百万人民币)	PE 22E	PE 23E
FACEBOOK	meta.O	2499432	190843	202907	13.10	12.32

数据来源：Bloomberg 一致性预期、东方证券研究所, USD/RMB=7.16 USD/HKD=7.85 HKD/RMB=0.91

注：市值截止北京时间 10 月 27 日

表 6：支付可比公司 P/S 估值

支付可比公司估值	代码	市值 (百万人民币)	营业总收入 22E (百万人民币)	营业总收入 23E (百万人民币)	PS 22E	PS 23E
拉卡拉	300773.SZ	11496	6834	7931	1.68	1.45
新大陆	000997.SZ	13912	8703	10282	1.60	1.35
平均值					1.64	1.4

数据来源：wind 一致性预期、东方证券研究所, USD/RMB=7.16 USD/HKD=7.85 HKD/RMB=0.91

注：市值截止北京时间 10 月 27 日

表 7：金融可比公司 PE 估值

金融可比公司	代码	市值 (百万人民币)	归母净利润 22E (百万人民币)	归母净利润 23E (百万人民币)	PE 22E	PE 23E
东方财富	300059.SZ	212087	9395	11535	22.57	18.39
同花顺	300033.SZ	47148	1861	2339	25.33	20.16
平均值					23.95	19.27

数据来源：wind 一致性预期、东方证券研究所, USD/RMB=7.16 USD/HKD=7.85 HKD/RMB=0.91

注：市值截止北京时间 10 月 27 日

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**表 8: 云可比公司 PS 估值**

云可比公司	代码	市值 (百万人民币)	营业总收入 22E (百万人民币)	营业总收入 23E (百万人民币)	PS 22E	PS 23E
亚马逊	AMZN.O	8441052	3734219	4279453	2.26	1.97
甲骨文	ORCL.N	1444858	355115	378599	4.07	3.82
赛富时	CRM.N	1145563	221874	254839	5.16	4.50
平均值					3.83	3.43

数据来源: Bloomberg 一致性预期、东方证券研究所, USD/RMB=7.16 USD/HKD=7.85 HKD/RMB=0.91

注: 市值截止北京时间 10 月 27 日

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	152,798	167,966	295,557	321,665	353,740	营业总收入	482,064	561,347	552,486	632,157	716,132
应收款项合计	85,044	114,721	112,910	129,192	146,354	主营业务收入	482,064	560,118	552,486	632,157	716,132
存货	814	1,063	1,066	1,143	1,244	其他营业收入	0	1,229	0	0	0
其他流动资产	2,520	104,927	104,927	125,912	151,095	营业总支出	363,748	444,615	453,649	491,114	544,397
流动资产合计	317,647	484,812	610,596	674,048	748,568	营业成本	260,532	314,174	315,179	337,815	367,586
固定资产净值	64,782	67,837	69,910	71,326	72,304	营业开支	103,216	130,441	138,470	153,299	176,812
权益性投资	305,258	323,188	323,188	355,507	391,057	营业利润	118,316	116,732	98,837	141,044	171,735
其他长期投资	412,381	463,710	463,710	533,267	613,256	净利息支出	492	464	181	78	101
商誉及无形资产	172,366	191,844	207,243	220,928	234,223	权益性投资损益	-2,970	-32,759	-13,744	-2,970	-3,119
土地使用权	16,091	17,728	17,728	17,728	17,728	其他非经营性损益	-3,453	-8,053	-5,650	-15,492	-17,163
其他非流动资产	44,900	63,245	69,570	76,526	84,179	非经常项目前利润	111,401	75,456	79,262	122,504	151,351
非流动资产合计	1,015,778	1,127,552	1,151,349	1,275,282	1,412,747	非经常项目损益	68,621	172,606	27,067	21,507	21,869
资产合计	1,333,425	1,612,364	1,761,945	1,949,329	2,161,315	除税前利润	180,022	248,062	106,329	144,011	173,221
应交税金	14,283	14,746	16,221	17,843	19,627	所得税	19,897	20,252	17,866	21,602	25,983
短期借贷及长期借贷到期部分	14,242	19,003	20,903	22,994	25,293	少数股东损益	278	2,988	1,816	2,689	3,187
其他流动负债	146,524	259,879	294,751	308,612	314,084	持续经营净利润	159,847	224,822	86,647	119,720	144,051
流动负债合计	269,079	403,098	441,345	480,813	516,641	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	234,202	282,526	310,779	341,856	376,042	净利润	159,847	224,822	86,647	119,720	144,051
其他非流动负债	52,101	50,047	55,052	60,557	66,613	优先股利及其他调整	0	0	0	0	0
非流动负债合计	286,303	332,573	365,830	402,413	442,655	IFRS 归母净利润	159,847	224,822	86,647	119,720	144,051
负债合计	555,382	735,671	807,175	883,226	959,296	Non-IFRS 归母净利润	122,742	123,788	115,177	151,031	180,033
归属母公司股东权益	703,984	806,299	882,560	991,204	1,123,934	主要财务比率					
少数股东权益	74,059	70,394	72,210	74,899	78,086	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所有者权益合计	778,043	876,693	954,770	1,066,103	1,202,019	成长能力					
负债和股东权益	1,333,425	1,612,364	1,761,945	1,949,329	2,161,315	营业收入增长率	27.8%	16.4%	-1.6%	14.4%	13.3%
						营业利润增长率	28.2%	-1.3%	-15.3%	42.7%	21.8%
						Non-IFRS 净利增长率	30.1%	0.9%	-7.0%	31.1%	19.2%
						获利能力					
						毛利率	46.0%	44.0%	43.0%	46.6%	48.7%
						净利率	33.2%	40.1%	15.7%	18.9%	20.1%
						ROE	21.6%	16.4%	13.6%	16.1%	17.0%
						ROA	10.7%	8.4%	6.8%	8.1%	8.8%
						偿债能力					
						资产负债率	41.7%	45.6%	45.8%	45.3%	44.4%
						流动比率	118.0%	120.3%	138.3%	140.2%	144.9%
						速动比率	117.7%	120.0%	138.1%	140.0%	144.7%
						每股指标 (元)					
						EPS	16.64	23.40	9.02	12.46	14.99
						每股经营现金流	20.20	18.23	20.02	20.45	22.86
						每股净资产	73.26	83.91	91.85	103.16	116.97
						估值比率					
						P/E	12	8	22	16	13
						P/B	3	2	2	2	2

数据来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
- 暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)