

腾讯控股 (00700.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

视频号商业化加速，广告强劲复苏

业绩简评

2023年8月16日，公司披露2023第二季度业绩公告，2023Q2实现营收1492亿元，同比增长11%，NON-IFRS归母净利润375亿元，同比增长33%。

经营分析

利润超预期，降本增效成果进一步体现。2023Q2公司经营效率进一步提升，毛利率达到47.48%，同比+4.3pct，环比+2.02pct；销售费用83亿元，同比+4.77%，销售费用率5.57%，同比-0.35pct，环比+0.89pct；研发费用达到160亿元，同比+6.66%，研发费用率10.73%，同比-0.47pct，环比+0.61pct；管理费用（不包含研发费用）达到94亿元，同比下降16%，管理费用率6.31%，同比-2.07pct，环比持平。

游戏：季节性因素叠加头部游戏商业化内容减少致游戏收入有所承压，预计国内游戏将于Q3恢复增长。2023Q2公司游戏收入445亿元，同比增长5%，其中国内收入318亿元，同比持平，海外收入127亿元，同比增长19%。2023Q2公司国内核心游戏表现稳定，但受商业化内容减少流水有所承压，2023Q3公司已于国内推出《无畏契约》《命运方舟》等游戏，有望为Q3带来新增流水。

广告：广告强劲复苏，视频号广告收入超过30亿，后续广告加载率有望提升带动广告收入增长。2023Q2公司广告收入250亿元，同比增长34%。“618”带动下广告需求有所回暖，视频号广告需求增长强劲，2023Q2视频号广告单季收入超过30亿元，目前视频号广告加载率仍在较低水平，后续提升有望带动其广告收入增长。

金融科技及企业服务：消费回暖商业支付回暖，企业服务收入改善。2023Q2公司金融科技及企业服务收入达到486亿元，同比增长15%。1) 金融科技：收入实现双位数增长，消费回暖带动商业支付增长，理财通资产保有量增加带动金融科技业务增长；2) 企业服务：收入实现低双位数增长，视频号直播带货带来的收入增量，云服务实现微增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023/2024/2025年NON-IFRS净利润分别为1502/1746/2015亿元，当前股价对应PE为19.24/16.56/14.35X，维持“买入”评级。

风险提示

互联网相关政策风险；游戏表现或上线节奏不及预期风险；疫情反复对广告及支付业务冲击风险；金融科技业务拓展不及预期风险。

传媒与互联网组

分析师：陆意（执业S1130522080009）

luyi5@gjzq.com.cn

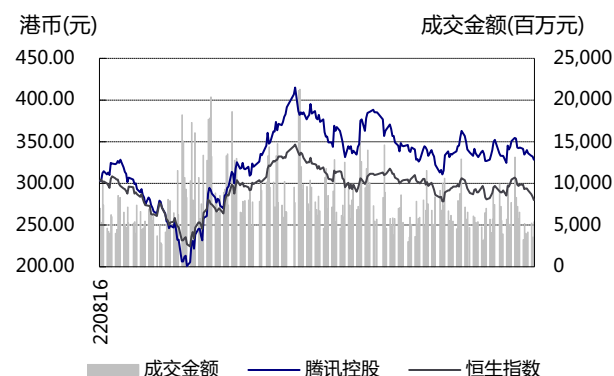
分析师：许孟婕（执业S1130522080003）

xumengjie@gjzq.com.cn

市价（港币）：328.800元

相关报告：

- 1.《腾讯控股港股公司深度研究：社交为基，AI时代的流量王者》，2023.6.26
- 2.《腾讯控股港股公司点评：主业全线恢复增长，利润加速释放》，2023.5.18
- 3.《腾讯控股港股公司点评：业务复苏，2023将回归健康增长》，2023.3.23



主要财务指标

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	560,118	554,552	615,746	692,667	774,497
营业收入增长率	16.19%	-0.99%	11.03%	12.49%	11.81%
Non-IFRS 归母净利润(百万元)	123,788	115,649	150,242	174,599	201,527
Non-IFRS 归母净利润增长率	0.85%	-6.57%	29.91%	16.21%	15.42%
摊薄每股收益(元)	23.526	19.698	12.527	15.537	18.050
每股经营性现金流净额	18.33	15.29	16.05	17.05	19.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.88%	26.09%	14.23%	15.00%	14.84%
P/E	23.35	25.00	19.24	16.56	14.35
P/B	3.90	4.36	3.74	3.18	2.70

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	482,064	560,118	554,552	615,746	692,667	774,497
增长率	27.8%	16.2%	-1.0%	11.0%	12.5%	11.8%
主营业务成本	260,532	314,174	315,806	329,378	369,150	411,028
%销售收入	54.0%	56.1%	56.9%	53.5%	53.3%	53.1%
毛利	221,532	245,944	238,746	286,368	323,517	363,469
%销售收入	46.0%	43.9%	43.1%	46.5%	46.7%	46.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	33,758	40,594	29,229	32,388	35,672	40,041
%销售收入	7.0%	7.2%	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%
管理费用	67,625	89,847	106,696	102,768	119,485	133,213
%销售收入	14.0%	16.0%	19.2%	16.7%	17.3%	17.2%
研发费用	38,972	51,880	61,401	64,407	72,384	79,773
%销售收入	8.1%	9.3%	11.1%	10.5%	10.5%	10.3%
息税前利润（EBIT）	118,316	116,732	100,017	151,212	168,360	190,214
%销售收入	24.5%	20.8%	18.0%	24.6%	24.3%	24.6%
财务费用	492	1,268	1,393	2,352	3,377	3,140
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%
-	0	0	0	0	0	0
-	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2,970	-32,759	-43,667	-5,254	-5,654	-4,541
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	118,316	116,732	100,017	151,212	168,360	190,214
%营业收入	24.5%	20.8%	18.0%	24.6%	24.3%	24.6%
营业外收支	65,168	165,357	155,268	13,114	23,200	29,200
税前利润	180,022	248,062	210,225	156,720	182,528	211,733
利润率	37.3%	44.3%	37.9%	25.5%	26.4%	27.3%
所得税	19,897	20,252	21,516	34,228	27,379	31,760
所得税率	11.1%	8.2%	10.2%	21.8%	15.0%	15.0%
净利润	160,125	227,810	188,709	122,492	155,149	179,973
少数股东损益	278	2,988	466	2,781	6,671	7,487
归属于母公司的净利润	159,847	224,822	188,243	119,712	148,477	172,486
净利率	33.2%	40.1%	33.9%	19.4%	21.4%	22.3%

现金流量表（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	159,847	224,822	188,243	119,712	148,477	172,486
少数股东损益	278	2,988	466	2,781	6,671	7,487
非现金支出	-43,925	-108,197	-84,896	2,556	-2,405	-7,097
非经营收益						
营运资金变动	27,423	891	-18,472	18,341	3,986	11,492
经营活动现金净流	194,119	175,186	146,091	153,398	162,895	189,752
资本开支	-66,599	-62,165	-50,850	-16,500	-11,000	-16,000
投资	-108,037	-102,878	-52,861	-71,200	-71,200	-71,200
其他	-7,319	-13,506	-1,160	9,153	17,399	19,970
投资活动现金净流	-181,955	-178,549	-104,871	-78,547	-64,801	-67,230
股权募资	1,716	-1,127	-28,312	0	0	0
债权募资	40,953	55,367	438	0	0	0
其他	-29,022	-32,620	-32,079	-19,215	-5,595	-9,358
筹资活动现金净流	13,647	21,620	-59,953	-19,215	-5,595	-9,358
现金净流量	19,807	15,168	-11,227	55,635	92,499	113,164

资产负债表（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	152,798	167,966	156,739	212,374	304,873	418,038
应收款项	85,044	113,567	120,919	132,675	143,206	160,579
存货	814	1,063	2,333	1,771	2,840	2,283
其他流动资产	78,991	202,216	285,998	263,242	281,930	307,659
流动资产	317,647	484,812	565,989	610,062	732,849	888,560
%总资产	23.8%	30.1%	35.9%	36.2%	39.2%	42.6%
长期投资	305,258	323,188	252,715	262,715	282,715	302,715
固定资产	64,782	67,837	63,207	61,509	59,409	57,413
%总资产	4.9%	4.2%	4.0%	3.6%	3.2%	2.8%
无形资产	172,366	191,844	184,326	189,735	189,998	195,123
非流动资产	1,015,778	1,127,552	1,012,142	1,076,053	1,134,416	1,197,745
%总资产	76.2%	69.9%	64.1%	63.8%	60.8%	57.4%
资产总计	1,333,425	1,612,364	1,578,131	1,686,115	1,867,265	2,086,305
短期借款	14,242	19,003	11,580	0	2,874	3,592
应付款项	94,030	109,470	102,827	110,530	123,050	128,446
其他流动负债	160,807	274,625	319,797	307,873	318,627	356,269
流动负债	269,079	403,098	434,204	418,403	444,551	488,307
长期贷款	234,202	282,526	312,337	312,337	312,337	312,337
其他长期负债	52,101	50,047	48,730	50,023	49,876	45,187
负债	555,382	735,671	795,271	780,763	806,764	845,831
普通股股东权益	703,984	806,299	721,391	841,103	989,580	1,162,066
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	709,855	830,202	729,668	849,380	997,857	1,170,343
少数股东权益	74,059	70,394	61,469	64,250	70,921	78,408
负债股东权益合计	1,333,425	1,612,364	1,578,131	1,686,115	1,867,265	2,086,305

比率分析

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	16.727	23.526	19.698	12.527	15.537	18.050
每股净资产	73.667	84.374	75.489	88.016	103.553	121.603
每股经营现金净流	20.313	18.332	15.287	16.052	17.046	19.856
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	22.71%	27.88%	26.09%	14.23%	15.00%	14.84%
总资产收益率	11.99%	13.94%	11.93%	7.10%	7.95%	8.27%
投入资本收益率	9.76%	8.73%	7.77%	9.32%	10.04%	10.10%
增长率						
主营业务收入增长率	27.77%	16.19%	-0.99%	11.03%	12.49%	11.81%
EBIT 增长率	91.07%	-1.34%	-14.32%	51.19%	11.34%	12.98%
净利润增长率	71.31%	40.65%	-16.27%	-36.41%	24.03%	16.17%
总资产增长率	39.77%	20.92%	-2.12%	6.84%	10.74%	11.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.1	32.1	29.9	31.2	30.9	30.4
存货周转天数	1.1	1.2	2.7	2.0	2.8	2.0
应付账款周转天数	131.7	127.2	118.8	122.5	121.7	114.1
固定资产周转天数	49.1	44.1	41.6	36.5	31.3	27.1
偿债能力						
净负债/股东权益	18.00%	19.54%	23.84%	13.23%	2.73%	-7.19%
EBIT 利息保障倍数	240.5	92.1	71.8	64.3	49.9	60.6
资产负债率	41.65%	45.63%	50.39%	46.31%	43.21%	40.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担任何法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806