

## 腾讯控股 (700 HK, 买入, 目标价: HK\$430.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$430.00 当前股价: HK\$287.40

股价上行/下行空间 +50%

52 周最高/最低价 (HK\$) 416.60/263.60

市值 (US\$mn) 354,690

当前发行数量(百万股) 9,650

三个月平均日交易额 (US\$mn) 767

流通盘占比 (%) 60

主要股东 (%)

Naspers 集团 31

马化腾 9

刘炽平 1

按 2024 年 1 月 11 日收市数据

资料来源: FactSet

### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	430.00	430.00	0%
2023E EPS (RMB)	16.30	16.41	-1%
2024E EPS (RMB)	17.72	17.94	-1%
2025E EPS (RMB)	19.66	20.03	-2%

### 股价表现



资料来源: FactSet

### 华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2023E	2024E
营收 (RMBmn)	618,129 (-1%)	689,544 (-4%)
EPS (RMB)	15.42 (+6%)	18.14 (-2%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

### 研究团队

季迪英, CFA

香港证监会中央编号: BNC702

张译文, CFA

香港证监会中央编号: BLM908

林汝函

香港证监会中央编号: BNX931

## 高基数下仍有望实现稳步增长; 致力于提高股东价值

- 考虑到高基数及新游收入贡献有限, 我们预计 4Q23 游戏收入增速将放缓。
- 由于去年电商广告及视频号收入的提升, 社交广告 4Q23 收入同比增速面临高基数挑战。
- 重申“买入”评级及 SOTP 目标价 430.00 港元。

此港股通报告之英文版本于 2024 年 1 月 12 日上午 6 时由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的赵冰(证券分析师登记编号: S1680519040001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

**游戏:** 考虑到高基数影响以及新游收入贡献有限, 我们现预测 4Q23 网络游戏收入同比增长 3% (此前预测值为 7%)。 **本土市场:** 我们预测收入同比增速由 3Q23 的 5% 下降至 2%, 原因在于递延收入疲软及新游流水贡献有限。根据 QuestMobile 数据, 12 月中旬上线的《元梦之星》在当月最后两周实现平均日活跃用户数 (DAU) 1,200 万, 与《蛋仔派对》的 DAU 水平相近。我们认为, 这为《元梦之星》在 1Q24 (尤其是农历新年期间) 进一步提升用户参与度和变现率奠定了坚实基础。 **国际市场:** 基于高基数效应 (《胜利女神: NIKKE》) 及汇率优势减少, 我们预测收入同比增长 5% (对比 3Q23 为 14%)。

**网络广告:** 我们维持 2024 年分部收入同比增长 14% 的预测 (社交/媒体广告收入同比增长 15%/4%)。不过, 考虑到社交广告去年的高基数, 我们现预测 4Q23 分部收入同比增长 17% (此前预测值为 20%), 其中社交/媒体广告收入分别增长 18%/8%。我们下调预测的原因在于 4Q22: 1) 腾讯与阿里巴巴展开合作后, 电商广告收入增长; 2) 视频号的收入贡献显著; 及 3) 联盟广告复苏。尽管如此, 我们预计以下因素将继续支撑分部收入增长: 1) 视频号库存不断增长 (我们测算当前库存仍低于已成熟的同类产品); 2) 微信生态系统中多种支持电商的功能 (包括视频号和小程序) 支撑电商广告收入份额进一步增长; 及 3) 基于 GPU 驱动的人工智能广告基础设施。

**金融科技和企业服务:** 我们维持 4Q23/2024 年分部收入同比增长 15%/12% 的预测, 其中金融科技服务收入同比增长 17%/12%, 云业务收入增长 6%/10%, 得益于商业支付和云业务增长稳健。

**盈利能力:** 我们预计, 腾讯收入结构转向高毛利率收入来源 (如视频号和小游戏) 及其审慎的支出管理 (尤其是在立项和营销方面), 将持续推动利润增速高于收入增速。我们认为, 考虑到运营费用管控的加强, 经营利润的增长也比毛利润有更大的上升空间。

**股东回报:** 管理层重申其对股东回报的重视和执行能力。管理层表示, 公司将继续积极主动地使用各种工具来增加股东回报, 包括 2023 年 6 月派发 2022 年股息 2.40 港元/股 (派息率为 23%), 以及近期提高每日回购金额。

维持“买入”评级及 SOTP 目标价 430.00 港元 (SOTP 估值法见图表 4)。风险提示: 宏观疲软, 变现放缓, 投资回报低。

### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (RMBmn)	560,118	554,552	610,600	664,501	726,133
归母净利润 (RMBmn)	123,788	115,649	156,755	170,451	189,122
每股收益 (RMB)	12.70	11.84	16.30	17.72	19.66
市盈率 (x)	33.8	22.9	17.2	13.5	12.2
市销率 (x)	4.1	4.2	3.8	3.5	3.2

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。净利润和每股收益按非国际财务报告准则。

**焦点图表**
**图表 1: 腾讯—游戏组合及储备游戏选辑**

#	游戏名称 (中文)	游戏名称 (英文)	游戏类型	开发商	状态	发行时间
<b>核心游戏组合</b>						
<b>手游</b>						
1	王者荣耀	HoK	多人在线战术竞技游戏	自研	已发布	4Q15
2	火影忍者	Naruto Online	角色扮演游戏	自研	已发布	1Q16
3	和平精英	Peacekeeper Elite	第一人称射击类游戏	自研	已发布	2Q19
4	QQ飞车	QQ Speed	赛车游戏	自研	已发布	4Q17
5	天涯明月刀	Moonlight Blade	大型多人在线游戏	自研	已发布	4Q20
6	使命召唤手游	COD Mobile	第一人称射击类游戏	自研	已发布	4Q20
7	金铲铲之战	Fight of the Golden Spatula	自走棋	自研	已发布	3Q21
8	英雄联盟手游	LoL Mobile	多人在线战术竞技游戏	自研	已发布	4Q21
<b>端游</b>						
1	穿越火线	CrossFire	第一人称射击类游戏	代理	已发布	2008
2	地下城与勇士	DnF	角色扮演游戏	代理	已发布	2008
3	英雄联盟	League of Legend	多人在线战术竞技游戏	自研	已发布	2011
<b>2023年发布 (选辑)</b>						
<b>手游</b>						
1	艾兰岛	Ylands	沙盒游戏	代理	已发布	1Q23
2	黎明觉醒	Undawn	动作角色扮演游戏	自研	已发布	1Q23
3	合金弹头: 觉醒	Metal Slug	动作游戏	自研	已发布	2Q23
4	白夜极光	Alchemy Stars	角色扮演游戏	自研	已发布	2Q23
5	天天象棋 (无障碍版)	Tiantian Chess	休闲游戏	自研	已发布	2Q23
6	末刀	Mo Dao	动作角色扮演游戏	自研	已发布	3Q23
7	冒险岛: 枫之传说	MapleStory	角色扮演游戏	代理	已发布	3Q23
8	战地无疆	Infinite Battlefield	策略游戏	代理	已发布	3Q23
9	新天龙八部	New TLBB	大型多人在线角色扮演游戏	代理	已发布	3Q23
10	高能英雄	High Energy Heros	第一人称射击类游戏	自研	已发布	3Q23
11	七人传奇: 光与暗之交战	The Seven Deadly Sins	角色扮演游戏	代理	已发布	4Q23
12	劲乐幻想	Jingle Fantasy	休闲游戏	代理	已发布	4Q23
13	石器时代: 觉醒	Stone Age	大型多人在线角色扮演游戏	代理	已发布	4Q23
14	宝石大乱斗	Brawl Gem	休闲游戏	代理	已发布	4Q23
15	元梦之星	Dream Stars	角色扮演游戏	自研	已发布	4Q23
16	冲呀! 饼干人: 王国	Cookie Run	角色扮演游戏	代理	已发布	4Q23
<b>端游</b>						
1	无畏契约	Valorant	第一人称射击类游戏	自研	已发布	3Q23
2	命运方舟	LOST ARK	大型多人在线游戏	代理	已发布	3Q23
3	重生边缘	SYNCD:Off-Planet	第一人称射击类游戏	自研	已发布	3Q23
<b>储备游戏</b>						
1	白荆回廊	Ash Echoes	角色扮演游戏	代理	已发布	1Q24
2	饥荒: 新家园	Don't Starve: Newhome	角色扮演游戏	代理	已获批	1Q24E
3	地下城与勇士	DnF Mobile	动作角色扮演游戏	代理	已获批	2Q24E
4	王者万象棋	Honor of Chess	策略游戏	自研	已获批	2Q24E
5	航海王: 壮志雄心	One Piece: Ambition	角色扮演游戏	自研	已获批	2Q24E
6	二之国: 交错世界	Ni no Kuni: Cross Worlds	大型多人在线游戏	代理	已获批	2Q24E
7	大航海时代: 海上霸主	Uncharted Waters	策略游戏	代理	已获批	2Q24E
8	全境封锁2	The Division 2	第一人称射击类游戏	代理	已获批	2Q24E
9	手工星球	Shou Gong Xing Qiu	沙盒游戏	自研	已获批	2Q24E
10	西行纪 燃魂	Journey To The West	动作游戏	代理	已获批	2Q24E
11	宝可梦大集结	Pokemon Unite	多人在线战术竞技游戏	自研	已获批	2Q24E
12	庄园合合	Merge Mansion	休闲游戏	代理	已获批	2Q24E
13	星之破晓	Breaking Dawn	动作角色扮演游戏	自研	已获批	2Q24E
14	王牌战士2	Ace Force 2	第一人称射击类游戏	自研	已获批	2Q24E
15	阿凡达: 重返潘多拉	Avatar	第一人称射击类游戏	代理	已获批	2Q24E
16	灵活脑学校	Big Brain Academy	休闲游戏	代理	已获批	2Q24E
17	逆战: 未来	Ni Zhan: Wei Lai	第一人称射击类游戏	自研	已获批	2Q24E
18	三角洲行动	Delta Force: Hawk Ops	第一人称射击类游戏	自研	已获批	2Q24E
19	王者荣耀世界	HoK World	角色扮演游戏	自研	待定	2Q24E
20	无畏契约手游	Valorant Mobile	第一人称射击类游戏	自研	待定	2Q24E
21	舞动极光	Wu Dong Ji Guang	体育游戏	自研	待定	2Q24E
22	塔瑞斯世界	Tarisland	大型多人在线角色扮演游戏	自研	待定	2Q24E
23	EA SPORTS FC	EA SPORTS FC	体育游戏	代理	待定	2Q24E
24	创造吧! 我们的星球	Our Planet	沙盒游戏	代理	待定	2Q24E
25	晨昏线	Daybreak	交互式电影游戏	代理	待定	2Q24E
26	最强美职篮2	Super NBA 2	休闲游戏	自研	待定	2Q24E
27	洛克王国	Roco Kingdom	大型多人在线游戏	自研	待定	2Q24E

资料来源: 公司公告, 国家新闻出版署, 华兴证券 (香港) 汇编

图表 2: 腾讯—手游国内收入拆分

腾讯手游收入 (国内)					
百万元人民币	2019	2020	2021	2022	2023E
<b>国内手游收入</b>	<b>82,600</b>	<b>114,400</b>	<b>121,400</b>	<b>117,300</b>	<b>122,350</b>
同比净增	8,100	31,800	7,000	-4,100	5,050
同比变化%	10.9%	38.5%	6.1%	(3.4%)	4.3%
<b>2019年之前发行的老游戏</b>	<b>61,500</b>	<b>71,500</b>	<b>69,000</b>	<b>65,000</b>	<b>68,700</b>
同比净增	-13,000	10,000	-2,500	-4,000	3,700
同比变化%	(17.4%)	16.3%	(3.5%)	(5.8%)	5.7%
<b>王者荣耀</b>	<b>29,000</b>	<b>43,000</b>	<b>47,000</b>	<b>46,000</b>	<b>51,000</b>
同比净增	3,800	14,000	4,000	-1,000	5,000
同比变化%	15.1%	48.3%	9.3%	(2.1%)	10.9%
<b>QQ飞车</b>	<b>4,000</b>	<b>5,000</b>	<b>4,500</b>	<b>4,000</b>	<b>4,100</b>
同比净增	-2,000	1,000	-500	-500	100
同比变化%	(33.3%)	25.0%	(10.0%)	(11.1%)	2.5%
<b>大型多人网络角色扮演游戏合计 (2019年前发行)</b>	<b>19,000</b>	<b>15,000</b>	<b>12,000</b>	<b>11,000</b>	<b>10,000</b>
同比净增	-9,500	-4,000	-3,000	-1,000	-1,000
同比变化%	(33.3%)	(21.1%)	(20.0%)	(8.3%)	(9.1%)
<b>其他 (包括策略、卡牌等游戏)</b>	<b>9,500</b>	<b>8,500</b>	<b>5,500</b>	<b>4,000</b>	<b>3,600</b>
同比净增	-5,300	-1,000	-3,000	-1,500	-400
同比变化%	(35.8%)	(10.5%)	(35.3%)	(27.3%)	(10.0%)
<b>2019年发行的游戏</b>	<b>21,100</b>	<b>34,000</b>	<b>31,000</b>	<b>28,000</b>	<b>24,000</b>
同比净增	21,100	12,900	-3,000	-3,000	-4,000
同比变化%		61.1%	(8.8%)	(9.7%)	(14.3%)
<b>和平精英</b>	<b>6,000</b>	<b>22,000</b>	<b>25,000</b>	<b>23,000</b>	<b>19,500</b>
发行时间	May 2019	May 2019	May 2019	May 2019	May 2019
月均流水	857	1,833	2,083	1,917	1,625
<b>2019年发行的其他游戏</b>	<b>15,100</b>	<b>12,000</b>	<b>6,000</b>	<b>5,000</b>	<b>4,500</b>
同比净增		-3,100	-6,000	-1,000	-500
同比变化%		(20.5%)	(50.0%)	(16.7%)	(10.0%)
<b>2020年发行的手游</b>		<b>8,900</b>	<b>11,700</b>	<b>8,800</b>	<b>6,900</b>
新游戏收入在总收入中占比		8%	10%	8%	6%
<b>使命召唤手游中国</b>		<b>700</b>	<b>2,000</b>	<b>2,500</b>	<b>2,600</b>
发行时间		Dec 2020	Oct 2020	Oct 2020	Oct 2020
月均流水		700	167	208	217
<b>天运明月刀</b>		<b>1,800</b>	<b>5,500</b>	<b>3,300</b>	<b>2,300</b>
发行时间		Oct 2020	Oct 2020	Oct 2020	Oct 2020
月均流水		600	458	275	192
<b>2020年发行的其他老游戏</b>		<b>6,400</b>	<b>4,200</b>	<b>3,000</b>	<b>2,000</b>
同比净增			-2,200	-1,200	-1,000
同比变化%			(34.4%)	(28.6%)	(33.3%)
<b>2021年发行的手游</b>			<b>9,700</b>	<b>12,500</b>	<b>13,500</b>
新游戏收入在总收入中占比			8%	11%	11%
<b>金铲铲之战</b>			<b>1,200</b>	<b>3,500</b>	<b>4,000</b>
发行时间			Aug 2021	Aug 2021	Aug 2021
月均流水			300	292	333
<b>英雄联盟手游中国收入</b>			<b>3,500</b>	<b>4,500</b>	<b>5,500</b>
发行时间			Oct 2021	Oct 2021	Oct 2021
月均流水			1,167	375	458
<b>其他</b>			<b>5,000</b>	<b>4,500</b>	<b>4,000</b>
同比净增				-500	-500
同比变化%				(10.0%)	(11.1%)
<b>2022年发行的手游</b>				<b>3,000</b>	<b>3,300</b>
新游戏收入在总收入中占比				3%	3%
<b>其他 (包括暗区突围、重返帝国、英雄联盟电竞经理)</b>				<b>3,000</b>	<b>3,300</b>
同比净增					300
同比变化%					10.0%
<b>2023年发行的手游</b>					<b>5,950</b>
新游戏收入在总收入中占比					5%
<b>冒险岛: 枫之传说</b>					<b>2,500</b>
发行时间					Aug 2023
月均流水					500
<b>黎明觉醒</b>					<b>1,250</b>
发行时间					Feb 2023
月均流水					114
<b>合金弹头</b>					<b>1,000</b>
发行时间					Apr 2023
月均流水					125
<b>其他 (包括宝可梦大集结、新天龙八部)</b>					<b>1,200</b>
同比净增					
同比变化%					

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

## 盈利预测

考虑到：1) 游戏流水疲软及季节性不利因素；2) 社交广告的高基数影响，我们现预测腾讯 4Q23/2023 年/2024 年净收入同比分别增长 8%/ 10%/ 9%。我们维持 4Q23/2023 年/2024 年非 IFRS 经营利润率为 33.4%/ 33.8%/ 33.9% 的预测。在调整收入预测之后，我们将 4Q23/2023 年 /2024 年预期摊薄后每股收益下调 2%/ 1% / 1%。

图表 3：腾讯—预测调整

十亿元人民币（每股收益除外）	新预测				原预测				变化%			
	4Q23E	2023E	2024E	2025E	4Q23E	2023E	2024E	2025E	4Q23E	2023E	2024E	2025E
<b>收入（按业务板块划分）</b>												
网络游戏	43.0	181.8	194.4	206.7	44.7	183.5	198.8	214.5	-4%	-1%	-2%	-4%
同比变化%	3%	6%	7%	6%	7%	7%	8%	8%	-397 bps	-97 bps	-147 bps	-153 bps
国内部分	28.5	128.1	133.2	138.2	29.6	129.2	135.2	140.8	-4%	-1%	-1%	-2%
同比变化%	2%	3%	4%	4%	6%	4%	5%	4%	-402 bps	-91 bps	-63 bps	-39 bps
国际部分	14.6	53.8	61.1	68.5	15.1	54.3	63.6	73.7	-4%	-1%	-4%	-7%
同比变化%	5%	15%	14%	12%	9%	16%	17%	16%	-386 bps	-114 bps	-347 bps	-381 bps
社交网络	27.9	118.4	121.9	129.6	28.3	118.8	123.1	131.6	-2%	0%	-1%	-2%
同比变化%	-3%	1%	3%	6%	-1%	2%	4%	7%	-149 bps	-37 bps	-64 bps	-60 bps
网络广告	28.8	100.5	114.3	129.1	29.6	101.3	115.2	130.2	-3%	-1%	-1%	-1%
同比变化%	17%	21%	14%	13%	20%	22%	14%	13%	-346 bps	-103 bps	-1 bps	-1 bps
金融科技及企业服务	54.4	203.8	227.7	254.3	54.4	203.8	227.7	254.3	0%	0%	0%	0%
同比变化%	15%	15%	12%	12%	15%	15%	12%	12%	0 bps	0 bps	0 bps	0 bps
其他	2.6	6.1	6.3	6.5	2.6	6.1	6.3	6.5	0%	0%	0%	0%
<b>总收入净额</b>	<b>156.8</b>	<b>610.6</b>	<b>664.5</b>	<b>726.1</b>	<b>159.7</b>	<b>613.5</b>	<b>671.2</b>	<b>737.1</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>
同比变化%	8%	10%	9%	9%	10%	11%	9%	10%				
<b>毛利润</b>	<b>75.5</b>	<b>291.0</b>	<b>317.3</b>	<b>350.0</b>	<b>77.1</b>	<b>292.6</b>	<b>321.0</b>	<b>356.1</b>	<b>-2%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>
毛利率	48.1%	47.7%	47.8%	48.2%	48.2%	47.7%	47.8%	48.3%	-11 bps	-3 bps	-7 bps	-11 bps
同比变化%	22%	22%	9%	10%	25%	23%	10%	11%				
<b>非IFRS营业收入</b>	<b>52.3</b>	<b>206.3</b>	<b>225.2</b>	<b>247.4</b>	<b>53.4</b>	<b>207.4</b>	<b>227.7</b>	<b>251.5</b>	<b>-2%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>
营业利润率	33.4%	33.8%	33.9%	34.1%	33.4%	33.8%	33.9%	34.1%	-4 bps	-1 bps	-3 bps	-6 bps
同比变化%	33%	34%	9%	10%	35%	35%	10%	10%				
<b>非IFRS股东净收入</b>	<b>41.7</b>	<b>156.8</b>	<b>170.5</b>	<b>189.1</b>	<b>42.8</b>	<b>157.8</b>	<b>172.5</b>	<b>192.6</b>	<b>-2%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>
净利润率	26.6%	25.7%	25.7%	26.0%	26.8%	25.7%	25.7%	26.1%	-17 bps	-5 bps	-6 bps	-9 bps
同比变化%	41%	36%	9%	11%	44%	36%	9%	12%				
<b>非IFRS摊薄后每股收益（人民币元）</b>	<b>4.35</b>	<b>16.30</b>	<b>17.72</b>	<b>19.66</b>	<b>4.46</b>	<b>16.41</b>	<b>17.94</b>	<b>20.03</b>	<b>-2%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>
同比变化%	43%	38%	9%	11%	47%	39%	9%	12%				

资料来源：华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

## 估值

我们重申“买入”评级并维持 SOTP 目标价 430.00 港元不变。以下为我们对 SOTP 估值的拆分，见图表 4。

腾讯 SOTP 估值如下：

- 网络游戏板块为 1.35 万亿港元（原值为 1.39 万亿港元），对应 16 倍的 2024 年 P/E 不变。
- 社交增值服务板块（剔除视频、音乐、游戏和阅读）估值为 1,780 亿港元不变，对应 16 倍的 2024 年 P/E 不变。
- 广告板块估值为 1.0 万亿港元不变，基于 18 倍的 2024 年 P/E 不变。
- 金融科技板块估值为 9,440 亿港元不变，基于 5 倍的 2024 年 P/S 不变。
- 云和其他板块的估值为 1,910 亿港元不变，基于 5 倍的 2024 年 P/S 不变。
- 内容生态（包括腾讯视频、阅文集团和其他）的估值为 900 亿港元不变，基于各子公司及其可比公司截至 2024 年 1 月 10 日的市值。
- 长期投资（按市场价值或最近一轮融资的估值计算）估值为 8,860 亿港元（原值为 8,740 亿港元），另加 400 亿港元的净现金（之前为 390 亿港元）。
- 10%控股公司折价（不变）。

图表 4：腾讯—SOTP 估值

SOTP 估值	股权 (%)	2024 年分部每股收益 (港元)	估值倍数	目标乘数	分部估值 (十亿港元)	分部估值 (十亿美元)	占比%
<b>核心业务</b>							
网络游戏	100%	HK\$8.93	16x	PE	HK\$1,371	US\$175	29%
增值服务 (剔除游戏、音乐、视频和阅读业务)	100%	1.18	16x	PE	181	23	4%
网络广告 (剔除长视频广告)	100%	5.86	18x	PE	1,012	129	22%
金融科技	100%	2.04	5x	PS	956	122	21%
云及其他业务	100%	0.07	5x	PS	193	25	4%
<b>核心业务加总 (a)</b>					<b>3,714</b>	<b>475</b>	<b>80%</b>
<b>内容生态加总 (b)</b>					<b>90</b>	<b>12</b>	<b>2%</b>
<b>长期投资成本及市值加总 (c)</b>					<b>886</b>	<b>113</b>	<b>19%</b>
<b>净现金 (d)</b>					<b>(40)</b>	<b>(5)</b>	<b>(1)%</b>
<b>公司总估值 (a + b + c + d)</b>			<b>22.2x</b>		<b>4,650</b>	<b>595</b>	<b>100%</b>
控股公司折让 (%)					<b>10%</b>		
摊薄后流通股数量 (百万股)					<b>9,597</b>		
<b>目标价</b>					<b>HKD 430.00</b>		
现价					<b>HKD 287.40</b>		
上行/下行空间 (%)					<b>49.6%</b>		

注：采用 2024 年 1 月 11 日收盘价。美元兑港元汇率：7.82；人民币兑港元汇率：1.09。

资料来源：华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

**图表 5: 可比公司估值对比**

除非另有说明, 当地货币按百万计

代码	公司名称	现价 (当地货币)	市值 (美元)	P/S		销售收入增速		P/E		调整后净利润率		PEG	
				2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
700-HK	腾讯控股	287.40	356,359	4.6x	4.2x	10%	9%	17.8x	16.3x	26%	26%	0.5x	1.9x
<b>全球游戏同业</b>													
EA	美国艺电	137.63	38,261	5.0x	4.8x	4%	5%	19.6x	18.1x	26%	26%	1.8x	2.2x
TTWO	Take Two	159.21	25,458	4.6x	3.3x	4%	42%	47.0x	20.0x	10%	16%	-11.4x	0.1x
NTES	网易	88.96	58,643	4.0x	3.7x	8%	10%	12.5x	11.6x	32%	32%	0.3x	1.7x
<b>均值</b>				<b>4.6x</b>	<b>3.9x</b>	<b>5%</b>	<b>19%</b>	<b>26.4x</b>	<b>16.6x</b>	<b>23%</b>	<b>25%</b>	<b>-3.1x</b>	<b>1.3x</b>
<b>全球广告同业</b>													
META	Meta Platforms	370.47	1,001,010	7.9x	7.2x	9%	10%	23.5x	20.9x	33%	34%	1.1x	1.7x
GOOGL	Alphabet	142.28	1,872,263	6.2x	5.6x	6%	11%	19.5x	16.8x	32%	34%	1.2x	1.0x
<b>均值</b>				<b>7.0x</b>	<b>6.4x</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>21.5x</b>	<b>18.8x</b>	<b>33%</b>	<b>34%</b>	<b>1.2x</b>	<b>1.3x</b>
<b>云服务商</b>													
KC	金山云	2.81	679	0.6x	0.6x	-4%	7%	N/A	N/A	-16%	-8%	NA	NA
<b>均值</b>				<b>0.6x</b>	<b>0.6x</b>	<b>-4%</b>	<b>7%</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>-16%</b>	<b>-8%</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>

注: 腾讯现价按 2024 年 1 月 11 日收盘价, 其余按 2024 年 1 月 10 日收盘价。腾讯、网易、Meta Platforms、Alphabet、金山云为华兴证券(香港)及华兴证券(美国)预测, 其余均为 FactSet 一致预测。

资料来源: FactSet, 华兴证券(香港)及华兴证券(美国)预测

## 风险提示

- 宏观环境疲软:** 尽管商业及消费者活动正常化, 我们对宏观经济复苏步伐以及消费者情绪恢复程度的可见性较低。由于经济放缓, 广告、金融科技及企业服务的需求可能会进一步受到抑制, 从而对腾讯的收入增长产生负面影响。
- 资产变现放缓:** 若视频号及其他新业务的变现速度慢于预期, 公司营收增长可能会受到负面影响, 尤其是网络广告板块。
- 投资回报低:** 若当前对机器学习基础设施及新内容产品的投资未能助力腾讯改进产品, 则公司中长期经营利润率将受到负面影响。此外, 股市波动以及央行加息等宏观风险可能导致腾讯关联公司的市值缩水, 这将令腾讯的利润承压, 并对我们给予腾讯的估值产生负面影响。
- 监管风险:** 任何对互联网平台提供的游戏、人工智能基础模型和金融服务的进一步监管限制都可能损害公司的整体收入增长, 转而对我们的目标价构成风险。
- 竞争:** 来自现有及新兴社交平台的潜在竞争威胁可能会导致公司广告板块收入增速放缓。此外, 面对激烈的视频竞争以及在其他优质内容平台变现速度相对减慢, 腾讯视频和其他数字媒体业务的内容成本可能会持续快速增加, 或将负面削弱整体利润率表现, 并影响达到我们的目标价。

注: 我们在此鸣谢林静菲为编撰本报告所作贡献。



**附：财务报表**

 年结: 12月  
 利润表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
互联网增值服务销售收入	287,565	300,245	316,302	336,286
网络广告销售收入	82,729	100,457	114,262	129,064
其他销售收入	184,258	209,899	233,937	260,784
<b>营业收入</b>	<b>554,552</b>	<b>610,600</b>	<b>664,501</b>	<b>726,133</b>
营业成本	(315,806)	(319,591)	(347,168)	(376,099)
<b>毛利润</b>	<b>238,746</b>	<b>291,009</b>	<b>317,333</b>	<b>350,034</b>
管理及销售费用	(135,925)	(135,179)	(143,532)	(156,845)
其中: 研发支出	(61,401)	(64,421)	(66,450)	(72,613)
其中: 市场营销支出	(29,229)	(31,393)	(33,225)	(36,307)
其中: 管理支出	(45,295)	(39,366)	(43,857)	(47,925)
<b>息税前利润</b>	<b>227,114</b>	<b>161,188</b>	<b>180,770</b>	<b>200,158</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>170,800</b>	<b>181,848</b>	<b>194,357</b>	<b>206,668</b>
利息收入	8,592	13,400	13,400	13,400
利息支出	(9,352)	(11,509)	(11,509)	(11,509)
<b>税前利润</b>	<b>210,225</b>	<b>166,416</b>	<b>166,661</b>	<b>186,049</b>
所得税	(21,516)	(40,008)	(29,999)	(33,489)
<b>净利润</b>	<b>188,243</b>	<b>123,802</b>	<b>135,662</b>	<b>151,560</b>
<b>调整后息税前利润</b>	<b>153,538</b>	<b>206,304</b>	<b>225,201</b>	<b>247,363</b>
<b>调整后息税折旧及摊销前利润</b>	<b>188,986</b>	<b>245,599</b>	<b>268,010</b>	<b>296,031</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>115,649</b>	<b>156,755</b>	<b>170,451</b>	<b>189,122</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>19.76</b>	<b>13.08</b>	<b>14.33</b>	<b>16.01</b>
<b>稀释每股调整收益 (RMB)</b>	<b>11.84</b>	<b>16.30</b>	<b>17.72</b>	<b>19.66</b>

**资产负债表**

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>565,989</b>	<b>622,341</b>	<b>884,221</b>	<b>1,180,661</b>
货币资金	156,739	365,678	614,888	897,554
应收账款	45,467	58,001	63,122	68,976
存货	2,333	2,333	2,333	2,333
其他流动资产	361,450	196,329	203,879	211,799
<b>非流动资产</b>	<b>1,012,142</b>	<b>890,363</b>	<b>844,438</b>	<b>787,628</b>
固定资产	53,978	85,661	87,556	86,309
无形资产	161,802	8,340	(39,480)	(95,043)
商誉	0	0	0	0
其他	513,206	513,206	513,206	513,206
<b>资产</b>	<b>1,578,131</b>	<b>1,512,704</b>	<b>1,728,659</b>	<b>1,968,290</b>
<b>流动负债</b>	<b>434,204</b>	<b>315,706</b>	<b>331,458</b>	<b>349,038</b>
短期借款	11,580	11,580	11,580	11,580
预收账款	0	0	0	0
应付账款	92,381	128,938	139,125	151,102
长期借款	312,337	312,337	312,337	312,337
非流动负债	36,568	(13,252)	63,454	147,275
<b>负债</b>	<b>795,271</b>	<b>626,953</b>	<b>719,411</b>	<b>820,812</b>
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	705,981	807,005	930,501	1,068,731
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>721,391</b>	<b>824,283</b>	<b>947,779</b>	<b>1,086,009</b>
少数股东权益	61,469	61,469	61,469	61,469
<b>负债及所有者权益</b>	<b>1,578,131</b>	<b>1,512,704</b>	<b>1,728,659</b>	<b>1,968,290</b>

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)和华兴证券(美国) 预测

**现金流量表**

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>188,243</b>	<b>123,802</b>	<b>135,662</b>	<b>151,560</b>
折旧摊销	61,139	58,053	63,178	69,037
利息 (收入) / 支出	760	(1,891)	(1,891)	(1,891)
其他非现金科目	114,677	27,486	29,903	32,676
其他	(200,256)	61,503	73,918	87,224
营运资本变动	(18,472)	1,795	3,082	3,806
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>146,091</b>	<b>270,748</b>	<b>303,851</b>	<b>342,412</b>
资本支出	(22,679)	(39,031)	(42,476)	(46,416)
收购及投资	(39,793)	0	0	0
处置固定资产及投资	22,645	0	0	0
其他	(65,044)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(104,871)</b>	<b>(39,031)</b>	<b>(42,476)</b>	<b>(46,416)</b>
股利支出	(12,952)	(22,778)	(12,165)	(13,331)
债务筹集 (偿还)	6,407	0	0	0
发行 (回购) 股份	995	0	0	0
其他	(54,403)	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(59,953)</b>	<b>(22,778)</b>	<b>(12,165)</b>	<b>(13,331)</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>(18,733)</b>	<b>208,939</b>	<b>249,210</b>	<b>282,666</b>
<b>自由现金流</b>	<b>168,770</b>	<b>309,779</b>	<b>346,327</b>	<b>388,828</b>

**关键假设**

	2022A	2023E	2024E	2025E
手游收入 (百万元)	160,500	170,130	182,039	194,236
电脑端游戏收入 (百万元)	46,900	49,013	50,728	52,250
社交广告收入 (百万元)	72,029	88,970	102,315	116,639

**财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	(1.0)	10.1	8.8	9.3
毛利润	(2.9)	21.9	9.0	10.3
息税折旧及摊销前利润	(2.0)	6.5	6.9	6.3
调整后息税折旧及摊销前利润	(3.0)	30.0	9.1	10.5
净利润	(16.3)	(34.2)	9.6	11.7
调整后净利润	(6.6)	35.5	8.7	11.0
稀释每股调整收益	(16.3)	(33.8)	9.6	11.7
调整后稀释每股调整收益	(6.8)	37.7	8.7	11.0
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	43.1	47.7	47.8	48.2
息税折旧摊销前利润率	30.8	29.8	29.2	28.5
调整后息税折旧摊销前利润率	34.1	40.2	40.3	40.8
息税前利润率	41.0	26.4	27.2	27.6
调整后息税前利润率	27.7	33.8	33.9	34.1
净利率	33.9	20.3	20.4	20.9
调整后净利率	20.9	25.7	25.7	26.0
净资产收益率	26.1	15.0	14.3	14.0
总资产收益率	11.9	8.2	7.8	7.7
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	1.3	2.0	2.7	3.4
速动比率	1.3	2.0	2.7	3.4
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	22.9	17.2	13.5	12.2
市净率	3.6	3.2	2.4	2.1
市销率	4.2	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	13.5	8.7	6.9	5.3
调整后企业价值倍数	13.5	8.7	6.9	5.3

## 附录

### 分析师声明

本人季迪英（CFA 持证人）、张译文（CFA 持证人）、林汝函、林静菲兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所表述的具体建议或观点直接或间接相关。

### 重要信息披露

#### 香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 [www.sfc.hk](http://www.sfc.hk) 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

### 分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

### 公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：腾讯控股（700 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

**股票评级和释义：**公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

**买入**--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。



**持有**--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

**卖出**--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

**暂未评级**--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

**未覆盖**--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

**板块评级和释义：**根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

**增持**--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

## 一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，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，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

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出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，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这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

### 【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员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。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人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，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

### 【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888