

腾讯控股 (00700.HK)

买入

24Q1 前瞻：预计游戏业务受基数效应影响，高毛利广告促进利润释放

◆ 公司研究·海外公司快评

◆ 互联网·互联网 II

◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn 执证编码：S0980521120004
证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn 执证编码：S0980524030003

事项：

腾讯控股即将于5月14日发布24年一季度业绩公告。

国信互联网观点：

2024Q1，我们预计腾讯实现营收1570亿元，同比增长5%。预计一季度网络广告稳健增长，游戏业务高基数下仍在恢复。具体来看：①游戏方面，2024Q1新品上线节奏较缓叠加去年春节期间同期高基数，预计收入同比下滑2%；从节奏上看，基数效应叠加重磅游戏《DNF》手游上线，预计腾讯游戏二季度开始恢复。从具体游戏来看，我们观察到《王者荣耀》、《和平精英》在基数效应下，流水下滑。但中腰产品商业化进展良好。除此以外，根据Questmobile数据，我们观察到24Q1腾讯游戏总时长同比增长6%，其中《金铲铲之战》《英雄联盟》手游运营数据稳健增长，《王者荣耀》3月份用户总时长同比增长6%。②广告方面，预计视频号将带动广告收入同比增长18%，视频号广告增长主要系流量快速增长驱动；③金融科技及企业服务收入预计同比增长7%，增速环比放缓主要系去年同期为高基数。

2024Q1，预计实现Non-IFRS下归母净利润434亿元，同比增长33%；Non-IFRS下归母净利润率27%。在收入组合变动叠加经营杠杆释放下，预计利润增长>收入增长趋势在24年持续。

投资建议：建议关注新游戏的市场表现以及视频号发展进展。二季度，腾讯重磅游戏《DNF》手游上线，建议观察新游戏进展。腾讯未来利润释放确定性高、可持续性高，收入组合变动和经营杠杆是长期的利润驱动力。腾讯视频号前期通过社交分发快速用户起量，当前进入商业化初期阶段，视频号发展潜力大，并且广告、直播电商为高毛利业务，关注商业化进展对腾讯控股业绩的影响。预计24-26年经调整利润1847/2105/2308亿（维持原预测），维持“买入”评级。

评论：

◆ 预计一季度收入增长5%，经调整归母净利润增长33%

2024Q1，我们预计腾讯实现营收1570亿元，同比增长5%。预计一季度网络广告稳健增长，游戏业务高基数下仍在恢复。具体来看：①游戏方面，2024Q1新品上线节奏较缓叠加去年春节期间同期高基数，预计收入同比下滑2%；从节奏上看，基数效应叠加重磅游戏《DNF》手游上线，预计腾讯游戏二季度开始恢复；②广告方面，预计视频号将带动广告收入同比增长18%；③金融科技及企业服务收入预计同比增长7%，增速环比放缓主要系去年同期为高基数。

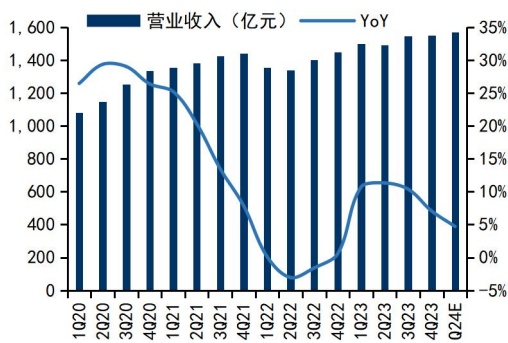
2024Q1，预计实现Non-IFRS下归母净利润434亿元，同比增长33%；Non-IFRS下归母净利润率27%。利润增速跑赢收入增速，主要得益于：①随着公司收入高质量发展，视频号广告、视频号电商佣金、小游戏分成等高毛利业务占比提升；②聚焦主业，陆续退出一些亏损的非重点业务，同时腾讯云等业务转向追求利润。

表1: 24Q1 腾讯主要财务指标前瞻 (亿元)

	国信预测				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1E	YoY	QoQ
增值服务	793	691	792	0%	15%
-网络游戏	483	409	476	-2%	16%
本土游戏	351	270	348	-1%	29%
海外游戏	132	139	128	-3%	-8%
-社交网络	310	282	316	2%	12%
广告	210	298	247	18%	-17%
金融科技及企业服务	487	544	521	7%	-4%
其他业务	10	19	10	0%	-49%
总收入	1500	1552	1570	5%	1%
毛利	682	776	785	15%	1%
Non-IFRS 下权益持有人应占净利润	325	427	434	33%	2%
毛利率	45%	50%	50%	5%	0%
Non-IFRS 净利率	21.7%	27.5%	27.6%	6%	0%

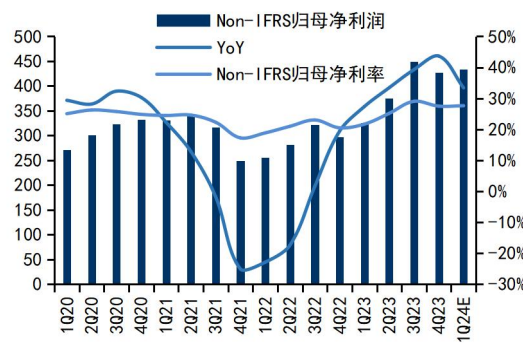
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

图1: 腾讯营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图2: 腾讯 Non-IFRS 归母净利润及净利率 (亿元、%)



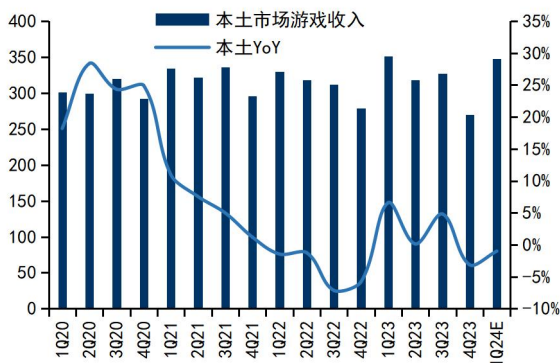
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

◆ 网络游戏: 从节奏上来看, 预计二季度开始恢复

2024Q1, 我们预计公司网络游戏业务收入为 476 亿元, 同比降低 2%。其中, 本土市场游戏收入预计同比下降 1%, 海外市场游戏收入预计下降 3%。从具体游戏来看, 我们观察到《王者荣耀》、《和平精英》在基数效应下, 流水下滑。但中腰产品商业化进展良好, 《金铲铲之战》、《英雄联盟》手游流水增长较好。除此以外, 根据 Questmobile 数据, 我们观察到 24Q1 腾讯游戏总时长同比增长 6%, 其中《金铲铲之战》《英雄联盟》手游运营数据稳健增长, 《王者荣耀》3 月份用户总时长同比增长 6%。

展望未来, 公司重点游戏版号包括《DNF》手游、《三角洲行动》: 一季度《元梦之星》手游表现略微疲软, 我们观察到三月份以来, 《元梦之星》流水环比下滑。今年值得期待的游戏还有《DNF》手游、《三角洲行动》等, 预计分别在 Q2、下半年上线。

图3：腾讯本土市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图4：腾讯海外市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

◆ 网络广告：预计收入增长 18%，视频号为主要增量

2024Q1，我们预计腾讯网络广告收入为 247 亿元，同比增长 18%。从 2 年 CAGR，Q1 预计为 17%。广告增长主要系视频号流量稳健增长，陆续开放更多广告位。除此以外，23 年年底视频号加大对直播带货的资源投入，调整了微信支付和视频号团队的组织架构，以更好进行组织协作。我们预计后续内循环广告收入将逐步在视频号中放量。

◆ 金融科技及企业服务：预计收入增长 7%，去年同期为高基数

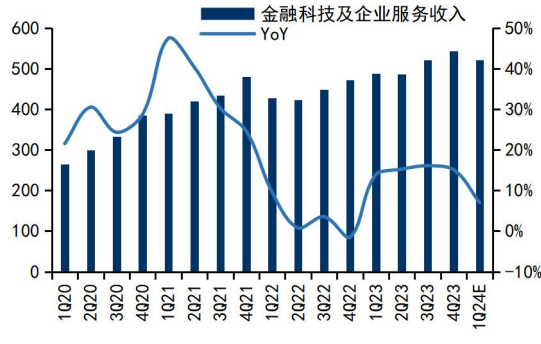
2024Q1，我们预计金融科技及企业服务收入为 521 亿元，同比增长 7%。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）去年一月份为高基数，在 1/2/3 月同比分别为-8%/+7%/+2%。我们测算非金融机构存款（期初期末平均值）24Q1 同比增长 5%（23Q4 同比增长 11%）。

图5：腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



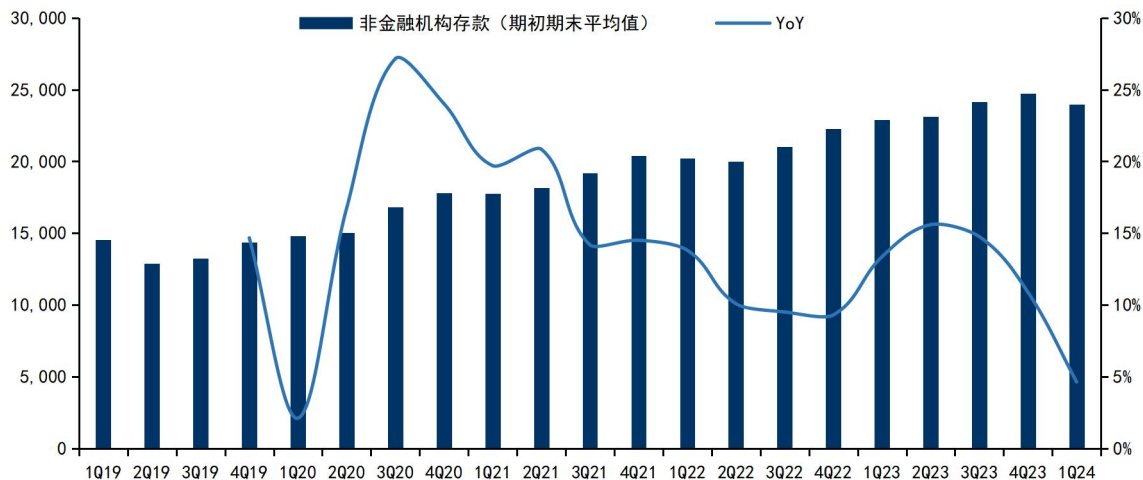
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图6：腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图7：央行非金融机构存款金额及增速（亿元、%）



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持“买入”评级

腾讯未来利润释放确定性高、可持续性强，收入组合变动和经营杠杆是长期的利润驱动力。腾讯视频号前期通过社交分发快速用户起量，当前进入商业化初期阶段，视频号发展潜力大，并且广告、直播电商为高毛利业务，关注商业化进展对腾讯控股业绩的影响。预计在高质量发展下，腾讯利润增速快于收入增速。预计 24-26 年经调整利润 1847/2105/2308 亿（维持原预测），维持“买入”评级。

◆ 风险提示

政策风险；疫情反复导致宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

相关研究报告：

- 《腾讯控股（00700.HK）-视频号进入商业化关键期，拉动高质量增长》——2024-04-02
- 《腾讯控股（00700.HK）-视频号维持高速增长，游戏业务 24Q2 逐步恢复》——2024-03-24
- 《腾讯控股（00700.HK）-23Q4 业绩前瞻：24 年游戏储备丰富，直播电商值得期待》——2024-01-15
- 《腾讯控股（00700.HK）-腾讯探索派对游戏，后续游戏产品储备丰富》——2024-01-04
- 《腾讯控股（00700.HK）-视频号维持高速增长，收入组合持续优化，利润率持续回升》——2023-11-17

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	172320	283375	414374	560068	营业收入	609015	663055	721832	774993
应收款项	131904	143608	156339	167852	营业成本	315906	326955	351848	373886
存货净额	456	505	540	569	销售费用	34211	39783	39701	42625
其他流动资产	3818	4157	4525	4859	管理费用	136220	149042	156618	163982
流动资产合计	518446	641593	796222	964816	利息收入	13808	15189	16708	15948
固定资产	66815	108302	139340	172827	其他损益净额	5569	10249	(122)	5232
无形资产及其他	198191	187580	180543	176437	营业利润	160074	212350	227767	251789
投资性房地产	70968	70968	70968	70968	财务成本净额	(12268)	(13495)	(14844)	(14170)
长期股权投资	722826	722826	722826	722826	分占联营合营公司损益	5800	7250	9062	7371
资产总计	1577246	1731269	1909899	2107874	利润总额	161324	206106	221985	244990
短期借款及交易性金融负债	41537	24040	25719	30432	所得税费用	43276	51526	51057	53898
应付款项	137145	152007	162261	171071	少数股东损益	2832	1546	1709	1628
其他流动负债	173475	190857	203548	215853	归属于母公司净利润	115216	153033	169219	189465
流动负债合计	352157	366904	391528	417356	经调整归母净利润	157688	184650	210453	230836
长期借款及应付债券	292920	292920	292920	292920	现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
其他长期负债	58488	58488	58488	58488	净利润	115216	153033	169219	189465
长期负债合计	351408	351408	351408	351408	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	703565	718312	742936	768764	折旧摊销	61139	47979	49258	51422
少数股东权益	65090	66636	68345	69973	公允价值变动损失	8801	(50)	9485	6079
股东权益	808591	946321	1098618	1269137	财务费用	(1540)	(1694)	(1863)	(1779)
负债和股东权益总计	1577246	1731269	1909899	2107874	营运资本变动	44492	20152	9812	9239
关键财务与估值指标	2023	2024E	2025E	2026E	其它	(7686)	1546	1709	1628
经调整 EPS	16.63	19.55	22.28	24.44	经营活动现金流	221962	222660	239484	257833
每股红利	2.40	1.62	1.79	2.01	资本开支	(50896)	(78805)	(82745)	(86882)
每股净资产	85.27	100.19	116.31	134.37	其它投资现金流	(74698)	0	(10497)	(11022)
ROIC	41%	52%	56%	57%	投资活动现金流	(125161)	(78805)	(93242)	(97904)
ROE	14%	16%	15%	15%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	48%	51%	51%	52%	负债净变化	(19417)	0	0	0
EBIT Margin	29%	32%	32%	32%	支付股利、利息	(21039)	(15303)	(16922)	(18947)
EBITDA Margin	39%	39%	38%	39%	其它融资现金流	(1662)	(17497)	1679	4713
收入增长	10%	9%	9%	7%	融资活动现金流	(82573)	(32800)	(15243)	(14234)
净利润增长率	-39%	33%	11%	12%	现金净变动	15581	111055	130999	145695
资产负债率	49%	45%	42%	40%	货币资金的期初余额	156739	172320	283375	414374
息率	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	货币资金的期末余额	172320	283375	414374	560068
P/E	17.8	15.2	13.3	12.1	企业自由现金流	276363	254764	256478	280962
P/B	3.5	3.0	2.5	2.2	权益自由现金流	257237	239384	260449	287845
EV/EBITDA	14.9	13.5	12.8	11.8					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032