

# 腾讯控股 (00700)

证券研究报告

2024年05月12日

## 游戏增长回升在望—腾讯控股 1Q2024 业绩前瞻

➢ **整体业绩：预计 1Q24 收入同比+4%，毛利同比+16%，Non-IFRS 归母净利润同比+28%**

我们预计 1Q2024 腾讯收入约 1561 亿元，同比+4.1%，增速较 4Q2023 短暂回落。游戏收入小单位下滑，广告增长势头延续，FBS 收入增速略降。

我们预计 1Q2024 公司整体毛利约 793 亿元，同比+16%；整体毛利率为 50.8%，同比提升 5.3pct，环比提升 0.8pct。我们相信公司毛利率有望延续过去几个季度以来持续提升的趋势，高毛利率的新增长来源（包括小游戏分成、视频号广告、金融科技高毛利率产品、带货技术服务费等）的占比仍在不断提升。

我们预计 1Q2024 公司 Non-IFRS 经营利润（最新财报口径，下同）约 541 亿元，同比增长 16%；Non-IFRS 经营利润率约 34.7%，同比提升 3.5pct，环比提升 3pct。我们预计 1Q2024 公司继续严格管控管理费用支出，预计剔除 SBC 后的管理费用同比微增 2%；但由于春节档头部游戏营销需求以及《元梦之星》上线后推广开支，我们预计销售费用绝对值仍维持较高水平，同比低基数下造成一定拖累。

我们预计 1Q2024 公司 Non-IFRS 归母净利润约 418 亿元，同比增长 28%；Non-IFRS 归母净利润率约 26.8%，同比提升 5.1pct，环比微降 0.7pct。我们预计 1Q2024 Non-IFRS 归母净利润增长快于经营利润增长，主要系：

1) 1Q2022 以来公司每个季度分占联合营公司损益均环比提升，隐含重点投资企业盈利向好趋势；

2) 1Q2023 公司所得税同比增长 118%至 115 亿元，其中包括预提所得税拨备增加以及一间海外附属公司相关递延所得税的一次性调整。我们预计 1Q2024 公司 Non-IFRS 所得税率同比下降，或趋于回归相对常态的区间。

整体来看，我们认为市场对于 1Q2024 游戏平淡已有相对充分的预期。从 2Q2024 开始，伴随着：1) 头部长线游戏基数回归和运营向好（包括《王者荣耀》和《Brawl Stars》等），以及：2) 重量级新游戏陆续上线（包括《地下城与勇士：起源》《Squad Buster》等），我们预计游戏业务增长将进入修复轨道，由此带动收入增速回升，短期基本面估值约束存在进一步改善空间。

➢ **网络游戏：预计 1Q24 收入同比-2.5%，长线产品企稳回升，新游戏逐步上线，预期 2Q2024 开始国内/海外增速均有望持续回升**

我们预计 1Q2024 公司网络游戏收入同比-2.5%，其中国内市场收入同比-4%，海外市场收入同比+2%。

1) 我们预计 1Q2024 国内市场收入继续维持同比负增长，主要由于以《王者荣耀》为代表的国内长线游戏的同比基数较高。1Q2023 腾讯国内游戏收入环比大幅增长 72 亿元，《王者荣耀》流水创历史新高。

2) 我们预计 1Q2024 海外市场收入同比+2%，增速仍相对偏弱，主要由于《胜利女神：妮姬》流水基数仍相对较高（4Q2022 推出）。近期《Brawl Stars》的强劲表现，我们预计有望在几个季度内逐步确认贡献。

通过成功的商业化机制改革，2023 年 12 月以来，Supercell 的《Brawl Stars》用户与收入大幅增长。根据 Gamelook，与 2023 年 6 月历史新低相比，2024 年 2 月《Brawl Stars》的月收入增长 8.8 倍、MAU 增长 2.4 倍、DAU 增长 3.9 倍。2024 年 3 月《Brawl Stars》预估收入超过 6 亿元，4 月超过 7 亿元。

展望后续，可以观察到多个有利因素有望推动腾讯游戏增速反弹，我们预计 2Q2024 网络游戏增速有望恢复至 5%左右，2H2024 增速恢复至 8%左右，国内/海外游戏收入增速均有望回升。

1) 长线产品增长恢复。部分由于国内长线产品同比基数回落，以及《Brawl Stars》的强劲运营表现。

2) 重量级新游戏《地下城与勇士：起源》将于 5 月 21 日上线，我们对其

### 投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	371 港元
目标价格	476 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	9,419.49
港股总市值(百万港元)	3,494,631.52
每股净资产(港元)	94.15
资产负债率(%)	44.61
一年内最高/最低(港元)	374.20/260.20

### 作者

**孔蓉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

**王梦恺** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521030002  
wangmengkai@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《腾讯控股-公司点评:盈利增长路径清晰，估值处于历史相对底部区间——腾讯 2023 年三季度业绩点评》 2023-11-21
- 《腾讯控股-公司点评:利润率中枢有望持续上移，估值吸引力相对明显——腾讯 2023 年二季度业绩点评》 2023-08-23
- 《腾讯控股-公司点评:收入恢复双位数增长，盈利能力修复动能充足——腾讯 2023 年一季度业绩点评》 2023-05-23

流水体量预期相对乐观。Supercell 新游戏《Squad busters》将于5月29日全球上线，截止5月2日预约数已超过2000万，目前已在加拿大、丹麦和挪威等地区软启动。此外，《星之破晓》、《极品飞车：集结》等新游戏亦有望于暑期上线。

➤ **网络广告：预计1Q24收入同比+18%，视频号广告快速增长、AI技术驱动效果提升下，广告毛利延续强劲增长**

我们预计1Q2024广告收入同比+18%，主要由于视频号流量继续健康增长、广告扩容有序进行、以及AI技术平台提升投放效果。

公司广告毛利率由1Q2022的36.7%提升至4Q2023的56.8%，2023年广告毛利同比增长47%，其中包括宏观需求回暖带动的经营杠杆回升，以及高毛利率的视频号广告占比快速提升。我们预计后者的有利影响有望在中期内持续。边际层面关注2Q2024广告基数提升的影响。

➤ **金融科技及企业服务：预计1Q24收入同比+8%，基数抬升导致增速略有回落，业务毛利亦有望延续强劲增长**

我们预计1Q2024金融科技及企业服务收入同比+8%，增速较4Q2023略有回落，主要由于我们预计1Q2024金融科技服务收入高基数下增速回落至高个位数水平（疫情防控政策优化后，1Q2023线下商业支付活跃）。4Q2023企业服务收入同比增长20%，我们预计1Q2024增速有望延续，持续关注视频号直播电商运营和基建投入进展。

公司金融科技及企业服务毛利率由4Q2021的27.1%持续提升至4Q2023的43.9%，2023年金融科技及企业服务毛利同比增长38%，其中包括宏观需求回暖带动的经营杠杆恢复、云业务重组带动毛利率提升、以及视频号带货技术服务费的快速发展。我们预计业务毛利率提升趋势有望在中期内延续。

➤ **潜在现金分红+回购的股东回报率或超过4%**

公司宣布2023年现金分红约320亿港元，相当于Non-IFRS归母净利润的19%。公司计划2024年回购规模超过1000亿港元。2024年初至今，公司已累计回购超过228亿港元，自1月17日以来的回购日均回购额均在10亿港元以上。如按照年内剩余非静默期交易日日均回购10亿港元计算，全年回购总额或超过1200亿港元，叠加320亿港元现金分红，考虑分红扣税外，对应潜在股东回报率约4.1-4.2%（截止2024年5月10日股价）。

➤ **投资建议：**

我们认为市场对于公司1Q2024收入增长平淡已有相对充分的预期。我们预计游戏业务增长自2Q2024开始将进入修复轨道，带动收入增速回升，叠加收入结构变化持续提升毛利率，盈利持续增长基础相对扎实。中长期来看，公司积极布局AI技术发展，多元化的产品矩阵对应潜在应用结合方向广阔，技术进步或有望成为中长期重要的增长乘数。

考虑到游戏增长因素好于预期，毛利率提升势头强劲，我们上调2024-2025年预测Non-IFRS归母净利润至1852亿元、2127亿元（原预测为1816亿元、2052亿元），引入2026年预测Non-IFRS归母净利润为2391亿元，对应2024-2026年同比增速分别为17%/15%/12%。

截止2023/5/10，公司股价对应2024/2025/2026年预测PE分别为18x/15x/14x。12个月彭博滚动前瞻PE低于5年来中位数1.1个标准差，处于16%的历史分位值。相对纳指12个月彭博前瞻PE低于5年来中位数1.4个标准差，处于10%历史分位值，估值处于相对低位，我们预计2Q2024收入增长开始修复，有助于进一步改善短期估值约束。维持目标价476港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济增长不确定性；公司新游戏上线后表现存在不确定性；营销费用投入存在不确定性；AI技术商业化节奏慢于预期。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com