

## 腾讯 1Q24 点评：利润大幅超预期，视频号等持续增利

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-5-14

收盘价（港元）	381
近 12 个月最高/最低（港元）	395/260
总股本（百万股）	9419
流通股本（百万股）	9419
流通股比例（%）	100
总市值（亿港元）	32,713
流通市值（亿港元）	32,713

### 公司价格与恒生指数走势比较



### 分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

23Q4 腾讯点评：游戏持平，视频号增长显著，240320

### 主要观点：

#### ● 最新业绩：

1Q24 收入 1595.01 亿元(yoy 6.3%, qoq 2.8%),市场预期 1581 亿元。1Q24 Non-IFRS 净利润 502.65 亿元(yoy 54%, qoq 18%), 市场预期 425 亿元。收入略高于预期，利润大幅超出预期，主要系广告及金融科技和企业服务(金融和云)毛利改善明显。同时，公司 1Q 回购超过 5100 万股，共支出 150 亿港元，预计 24 年回购 1000 亿港元。

#### ● 游戏：按流水口径计，海外游戏流水 1Q 增长 34%

1Q24 增值服务收入 786.29 亿元(yoy -0.9%, qoq 13.8%)，国内游戏收入 345 亿元(yoy -1.7%, qoq 17.6%)，国际游戏收入 139 亿元(yoy 3%, qoq -2.2%)，其余为社交收入(音乐,游戏直播,小游戏,视频号直播等)。国内游戏方面，王者荣耀 1Q24 略有下滑，和平精英下滑，但无畏契约，命运方舟，和金铲铲之战等游戏的强劲收入贡献抵消了此 2 款游戏的收入下滑。海外游戏方面，Supercell 的荒野乱斗人气回升，PUBG 用户和流水有增长。从流水口径来看，1Q24 腾讯海外游戏总流水增长 34%，国内游戏总流水增长 3%。1Q24 毛利率 57%(去年同期 54%)，主要系小程序游戏平台服务费增长，及部分内容与运营成本下降。

#### ● 线上广告：视频号和搜一搜驱动高毛利增长

1Q24 广告收入 265.06 亿元(yoy 26.4%, qoq -11%)。受益于视频号，小程序，公众号及搜一搜的增长驱动，广告主方面游戏、互联网服务、及消费品行业广告开支持续增长，除汽车外所有广告主开支均持续增长。1Q24 毛利率 55%(去年同期 42%)，主要由于视频号和搜一搜等高毛利业务增长驱动。

#### ● 金融科技和企业服务：理财服务和视频号技术服务费驱动增长

1Q24 金融科技和企业服务收入 523.02 亿元(yoy 7.4%, qoq -3.8%)。金融科技方面放缓到单个位数增长主要系线下消费支出增长放缓，但理财服务收入增长强劲；企业服务(云业务等)收入达到百分之十几的增长，主要由于云服务和视频号 GMV 分成(技术服务费)带来。1Q24 毛利率 46%(去年同期 34%)，主要系理财服务、视频号技术服务费毛利较高，企业微信和企业服务商业化程度增强，云业务成本效益不断提高带来。

#### ● 投资建议

我们预计公司 24/25/26 净利润(Non-IFRS)为 2033.45/2199.46/2454.32 亿元，yoy 29%/8.2%/11.6%。前次预测值为 1835.56/2035.48/2275.50 亿元。公司具备社交生态的长期竞争优势，维持“买入”评级。

● **风险提示**

AIGC 技术变革颠覆现有竞争格局；政策监管不确定性；游戏研发延期

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	609,015	655,903	710,631	769,596
收入同比 (%)	9.8%	7.7%	8.3%	8.3%
归母净利(Non-IFRS)	157,688	203,345	219,946	245,432
归母净利润同比 (%)	36.4%	29.0%	8.2%	11.6%
ROE (%)	18.0%	19.9%	18.6%	18.0%
每股收益 (元)	16.55	21.34	23.08	25.76
市盈率 (P/E)	15.89	16.09	14.87	13.33

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

**图表 1 腾讯核心财务指标(百万元)**

腾讯控股 (0700.HK) - 核心财务指标													
2024/5/14													
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
<b>营业收入</b>	<b>554,552</b>	<b>609,015</b>	<b>655,903</b>	<b>710,631</b>	<b>769,596</b>	<b>149,986</b>	<b>149,208</b>	<b>154,625</b>	<b>155,196</b>	<b>159,501</b>	<b>160,732</b>	<b>168,017</b>	<b>167,654</b>
yoy, %	-1.0%	9.8%	7.7%	8.3%	8%	10.7%	11.3%	10.4%	7.1%	6.3%	7.7%	8.7%	8.0%
qoq, %						3.5%	-0.5%	3.6%	0.4%	2.8%	0.8%	4.5%	-0.2%
<b>增值服务</b>	<b>287,565</b>	<b>298,375</b>	<b>306,852</b>	<b>321,478</b>	<b>339,609</b>	<b>79,337</b>	<b>74,211</b>	<b>75,748</b>	<b>69,079</b>	<b>78,629</b>	<b>76,949</b>	<b>79,226</b>	<b>72,048</b>
yoy, %	-1.4%	3.8%	2.8%	4.8%	5.6%	9.1%	3.5%	4.2%	-1.9%	-0.9%	3.7%	4.6%	4.3%
qoq, %						12.7%	-6.5%	2.1%	-8.8%	13.8%	-2.1%	3.0%	-9.1%
<b>国内游戏</b>	<b>123,900</b>	<b>126,600</b>	<b>130,209</b>	<b>139,169</b>	<b>150,036</b>	<b>35,100</b>	<b>31,800</b>	<b>32,700</b>	<b>27,000</b>	<b>34,500</b>	<b>32,754</b>	<b>34,335</b>	<b>28,620</b>
yoy, %	-3.7%	2.2%	2.9%	6.9%	7.8%	6.4%	0.0%	4.8%	-3.2%	-1.7%	3.0%	5.0%	6.0%
qoq, %						15.6%	-7.9%	3.4%	-11.1%	17.6%	-1.5%	5.1%	-11.2%
<b>国际游戏</b>	<b>46,900</b>	<b>53,100</b>	<b>59,201</b>	<b>66,022</b>	<b>74,430</b>	<b>13,200</b>	<b>12,700</b>	<b>13,300</b>	<b>13,900</b>	<b>13,600</b>	<b>14,605</b>	<b>15,428</b>	<b>15,568</b>
yoy, %	3.1%	13.2%	11.5%	11.5%	12.7%	24.5%	18.7%	13.7%	0.0%	3.0%	15.0%	16.0%	12.0%
qoq, %						-5.0%	-3.8%	4.7%	4.5%	-2.2%	7.4%	5.6%	0.9%
<b>线上广告</b>	<b>82,729</b>	<b>101,482</b>	<b>117,924</b>	<b>131,582</b>	<b>142,976</b>	<b>20,964</b>	<b>25,003</b>	<b>25,721</b>	<b>29,794</b>	<b>26,506</b>	<b>28,991</b>	<b>29,787</b>	<b>32,640</b>
yoy, %	-6.7%	22.7%	16.2%	11.6%	8.7%	16.5%	34.2%	20.0%	20.8%	26.4%	16.0%	15.8%	9.6%
qoq, %						-15.0%	19.3%	2.9%	15.8%	-11.0%	9.4%	2.7%	9.6%
<b>金融科技和企服</b>	<b>177,064</b>	<b>203,763</b>	<b>222,684</b>	<b>249,289</b>	<b>278,393</b>	<b>48,701</b>	<b>48,635</b>	<b>52,048</b>	<b>54,379</b>	<b>52,302</b>	<b>52,706</b>	<b>56,857</b>	<b>60,819</b>
yoy, %	2.8%	15.1%	9.3%	11.9%	11.7%	13.9%	15.2%	16.1%	15.1%	7.4%	8.4%	9.2%	11.8%
qoq, %						3.1%	-0.1%	7.0%	4.5%	-3.8%	0.8%	7.9%	7.0%
<b>毛利润</b>	<b>238,746</b>	<b>293,109</b>	<b>343,727</b>	<b>368,705</b>	<b>400,260</b>	<b>68,182</b>	<b>70,840</b>	<b>76,523</b>	<b>77,564</b>	<b>83,870</b>	<b>83,470</b>	<b>88,889</b>	<b>87,498</b>
yoy, %	-2.9%	22.8%	17.3%	7.3%	9%	19.5%	22.4%	23.5%	25.5%	23%	18%	16%	13%
qoq, %						10.3%	3.9%	8.0%	1.4%	8%	0%	6%	-2%
% of Revenue	43.1%	48.1%	52.4%	51.9%	52%	45.5%	47.5%	49.5%	50.0%	53%	52%	53%	52%
<b>SG&amp;A支出</b>	<b>-135,925</b>	<b>-137,736</b>	<b>-142,923</b>	<b>-155,579</b>	<b>-160,800</b>	<b>-31,660</b>	<b>-33,729</b>	<b>-34,201</b>	<b>-38,146</b>	<b>-32,345</b>	<b>-35,691</b>	<b>-38,003</b>	<b>-36,884</b>
% of Revenue	-24.5%	-22.6%	-21.8%	-21.9%	-21%	-21.1%	-22.6%	-22.1%	-24.6%	-20%	-22%	-23%	-22%
<b>经调整营业利润</b>	<b>153,538</b>	<b>200,316</b>	<b>250,440</b>	<b>266,325</b>	<b>292,841</b>	<b>48,389</b>	<b>50,122</b>	<b>55,483</b>	<b>46,322</b>	<b>63,523</b>	<b>59,567</b>	<b>63,466</b>	<b>63,884</b>
yoy, %	-4%	30.5%	25.0%	6.3%	10%	32.4%	36.7%	35.6%	17.5%	31%	19%	14%	38%
qoq, %						22.7%	3.6%	10.7%	-16.5%	37%	-6%	7%	1%
% of Revenue	28%	32.9%	38.2%	37.5%	38%	32.3%	33.6%	35.9%	29.8%	40%	37%	38%	38%
<b>经调整净利润</b>	<b>115,649</b>	<b>157,688</b>	<b>203,345</b>	<b>219,946</b>	<b>245,432</b>	<b>32,538</b>	<b>37,548</b>	<b>44,921</b>	<b>42,681</b>	<b>50,265</b>	<b>48,411</b>	<b>52,900</b>	<b>51,768</b>
yoy, %	-6.6%	36.4%	29.0%	8.2%	11.6%	27.4%	33.4%	39.3%	43.7%	54%	29%	18%	21%
qoq, %						9.5%	15.4%	19.6%	-5.0%	18%	-4%	9%	-2%
% of Revenue	20.9%	25.9%	31.0%	31.0%	31.9%	21.7%	25.2%	29.1%	27.5%	32%	30%	31%	31%

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>资产</b>					
现金及现金等价物	358,303	589,630	835,198	1,095,140	
短期投资	-	-	-	-	
限制性现金	3,818	3,434	3,434	3,434	
存货	456	1,559	1,747	1,863	
应收账款	46,606	45,837	47,638	50,571	
其他流动资产	109,263	89,295	69,327	49,359	
<b>流动资产</b>	<b>518,446</b>	<b>729,755</b>	<b>957,345</b>	<b>1,200,368</b>	
固定资产	70,411	53,118	32,292	23,368	
无形资产	177,727	179,340	184,140	189,420	
投资	686,761	713,378	733,378	757,378	
其他长期资产	123,901	122,557	122,957	123,437	
<b>资产总计</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,798,149</b>	<b>2,030,111</b>	<b>2,293,971</b>	
<b>负债</b>					
应付账款	100,948	100,796	101,533	109,489	
短期借款	41,537	48,042	48,102	48,174	
短期租赁	6,154	6,036	6,036	6,036	
其他流动负债	203,518	277,450	351,382	425,314	
<b>流动负债</b>	<b>352,157</b>	<b>432,324</b>	<b>507,053</b>	<b>589,013</b>	
长期借款	155,819	153,725	154,625	155,705	
长期租赁	16,468	15,238	15,238	15,238	
其他长期负债	179,121	172,922	172,922	172,922	
<b>负债合计</b>	<b>703,565</b>	<b>774,209</b>	<b>849,838</b>	<b>932,878</b>	
<b>权益</b>					
优先股	-	-	-	-	
<b>股东权益合计</b>	<b>873,681</b>	<b>1,023,940</b>	<b>1,180,273</b>	<b>1,361,093</b>	
<b>负债股东权益总计</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,798,149</b>	<b>2,030,111</b>	<b>2,293,971</b>	

现金流量表		百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
税后利润	115,216	170,469	184,270	209,262	
<b>折旧和摊销</b>	<b>37,772</b>	<b>38,245</b>	<b>24,826</b>	<b>13,723</b>	
股权激励	42,472	32,876	35,676	36,170	
少数股东权益	-	-	-	-	
营运资金变动	33,562	93,414	92,648	98,807	
其他经营现金流	-7,060	-16,244	-	-	
<b>经营现金流合计</b>	<b>221,962</b>	<b>318,760</b>	<b>337,420</b>	<b>357,963</b>	
<b>资本支出</b>	<b>-1,200</b>	<b>-2,400</b>	<b>-4,000</b>	<b>-4,800</b>	
资产收购	-	-	-	-	
资产剥离	-	-	-	-	
其他投资现金流	-123,961	-79,504	-25,200	-29,760	
<b>投资现金流合计</b>	<b>-125,161</b>	<b>-81,904</b>	<b>-29,200</b>	<b>-34,560</b>	
股息支出	-800	-1,600	-2,000	-2,200	
权益变动	-	-	-	-	
负债变动	-	768	960	1,152	
其他融资现金流	-81,773	-60,012	-61,612	-62,412	
<b>融资现金流合计</b>	<b>-82,573</b>	<b>-60,844</b>	<b>-62,652</b>	<b>-63,460</b>	
现金流总计	14,228	176,012	245,568	259,943	
期初现金	1,214,079	1,751,394	2,760,301	3,773,818	
<b>期末现金</b>	<b>1,310,867</b>	<b>1,982,721</b>	<b>3,005,869</b>	<b>4,033,761</b>	

利润表		百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	<b>609,015</b>	<b>655,903</b>	<b>710,631</b>	<b>769,596</b>	
营业成本	-315,906	-312,176	-341,926	-369,336	
<b>毛利</b>	<b>293,109</b>	<b>343,727</b>	<b>368,705</b>	<b>400,260</b>	
销售及管理费用	-137,736	-142,923	-155,579	-160,800	
研发费用	-	-	-	-	
其他营业费用	12,419	24,483	27,947	28,730	
营业费用合计	-125,317	-118,440	-127,632	-132,071	
营业利润	167,792	225,288	241,073	268,189	
<i>Non-IFRS 调整项</i>	<i>32,524</i>	<i>25,152</i>	<i>25,252</i>	<i>24,652</i>	
<b>经调整营业利润</b>	<b>200,316</b>	<b>250,440</b>	<b>266,325</b>	<b>292,841</b>	
利息费用	-	1,489	196	-556	
利息收入	-12,268	-11,734	-14,137	-16,081	
其他收入/支出	5,800	3,675	1,421	1,539	
利润总额	161,324	218,717	228,553	253,091	
所得税费用	-43,276	-49,744	-49,650	-49,924	
其他	-	-	-	-	
税后利润	118,048	168,974	178,903	203,167	
少数股东损益	2,832	3,019	5,367	6,095	
归母净利润	115,216	170,469	184,270	209,262	
<i>Non-IFRS 调整项</i>	<i>42,472</i>	<i>32,876</i>	<i>35,676</i>	<i>36,170</i>	
<b>经调整净利润</b>	<b>157,688</b>	<b>203,345</b>	<b>219,946</b>	<b>245,432</b>	
经调整EBITDA	238,088	288,685	291,152	306,565	
经调整EPS	16.55	21.34	23.08	25.76	

核心指标		2023	2024E	2025E	2026E
<b>盈利指标</b>					
营收增长率		9.8%	7.7%	8.3%	8.3%
EBITDA增长率		10.9%	21.3%	0.9%	5.3%
EPS增长率		36.4%	29.0%	8.2%	11.6%
毛利率		48.1%	52.4%	51.9%	52.0%
营业利润率		32.9%	38.2%	37.5%	38.1%
ROIC (%)		59%	57%	47%	42%
ROE (%)		18%	20%	19%	18%
<b>估值指标</b>					
P/E (X)		15.9	16.1	14.9	13.3
P/B (X)		2.9	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA (X)		9.9	10.0	9.1	7.8
EV/营收 (X)		3.9	4.4	3.7	3.1
净债务/EBITDA (X)		0.18	-0.38	-0.97	-1.52
利息保障倍数 (X)		-16.33	-18.94	-18.58	-18.86
<b>营运资金指标</b>					
存货周转天数		-2	-1	-2	-2
应收账款周转天数		27	25	24	23
应付账款周转天数		-110	-116	-107	-103
净营运资金		148141	241555	334202	433009
<b>偿债能力</b>					
资产负债率		45%	43%	42%	41%
流动比率		0.74	0.94	1.13	1.29
速动比率		0.66	0.90	1.11	1.29

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。