

# 腾讯控股 (00700.HK)

买入 (维持评级)

## 港股公司点评

证券研究报告

## 业绩超预期，高质量增长进行时

### 业绩简评

2024年5月14日，公司披露2024第一季度业绩公告，2024Q1实现营收1595亿元，同比+6%，NON-IFRS归母净利润503亿元，同比+54.5%。

### 经营分析

**毛利率大幅优化，利润高质量释放。**2024Q1公司NON-IFRS归母净利润503亿元超出一致预期，主要为毛利提升带动，毛利率达到52.58%，同比+7.1pct，环比+2.6pct。增值服务毛利率57.26%，同比+3.39pct，主要由订阅服务收入增长及高毛利业务小游戏收入占比提升带动；广告业务毛利率54.78%，同比+13.09pct，主要由视频号及搜一搜等高毛利业务收入增长带动。金融科技及企业服务毛利率45.6%，同比+11.1pct，主要由于高毛利理财服务收入占比提升及企业服务降本增效成果落地带动。

**游戏：蓄力进行时，游戏总流水于Q1恢复增长，新游戏上线+老游戏递延释放将带动Q2回暖。**2024Q1公司游戏收入481亿元，同比增长-0.4%。本土市场游戏：24Q1流水同比增长3%，收入345亿元，同比-1.7%。《DNF》手游将于5月21日上线，有望为游戏收入增长贡献新增量。国际市场游戏：24Q1流水同比增长34%，收入136亿元，同比+3%，Supercell递延周期较长致收入增速放缓，为后续季度提供强支撑。2024Q1公司流动负债中递延收入达到1061亿，环比增加199亿。

**广告：视频号等广告产品快速增长，广告效果受益于AI技术平台升级。**2024Q1公司广告收入265亿元，同比+26%，其中视频号广告收入增长100%+，小程序广告收入增长40%+，行业上来看，游戏、互联网服务等消费品行业广告开支显著增长。视频号总时长同比增长80%+，后续商业化空间仍较大。

**金融科技及企业服务：理财服务增长强劲，视频号电商拉动企业服务增长。**2024Q1公司金融科技及企业服务收入达到523亿元，同比+7%。1)金融科技：收入个位数增长，理财业务用户与人均投资规模实现快速增长；2)企业服务：收入双位数增长，主要由云及视频号商家技术服务费增长带动。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024/2025/2026年NON-IFRS净利润分别为2043/2289/2569亿元，当前股价对应PE为16.01/14.29/12.73X，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；金融科技业务拓展不及预期风险；视频号变现不及预期风险

### 传媒与互联网组

分析师：陈泽敏 (执业 S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕 (执业 S1130522080003)

xumengjie@gjzq.com.cn

市价 (港币)：381.800 元

### 相关报告：

- 《腾讯控股港股公司点评：加强股东回报，关注长青游戏发展》，2024.3.21
- 《腾讯控股利润超预期，转向更高质量增长》，2023.11.17
- 《腾讯控股港股公司点评：视频号商业化加速，广告强劲复苏》，2023.8.17



### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	554,552	609,015	676,887	747,079	816,725
营业收入增长率	-0.99%	9.82%	11.14%	10.37%	9.32%
Non-IFRS 归母净利润 (百万元)	115,649	157,688	204,326	228,924	256,892
Non-IFRS 归母净利润增长率	-6.57%	36.35%	29.58%	12.04%	12.22%
摊薄每股收益(元)	12.278	16.741	21.692	24.303	27.272
每股经营性现金流净额	15.51	23.56	17.59	24.16	26.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.09%	14.25%	16.00%	15.76%	15.15%
P/E	28.28	20.74	16.01	14.29	12.73
P/B	4.99	4.45	3.74	3.15	2.67

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)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>560,118</b>	<b>554,552</b>	<b>609,015</b>	<b>676,887</b>	<b>747,079</b>	<b>816,725</b>
增长率	16.2%	-1.0%	9.8%	11.1%	10.4%	9.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>314,174</b>	<b>315,806</b>	<b>315,906</b>	<b>327,026</b>	<b>358,096</b>	<b>384,099</b>
%销售收入	56.1%	56.9%	51.9%	48.3%	47.9%	47.0%
<b>毛利</b>	<b>245,944</b>	<b>238,746</b>	<b>293,109</b>	<b>349,861</b>	<b>388,983</b>	<b>432,625</b>
%销售收入	43.9%	43.1%	48.1%	51.7%	52.1%	53.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>销售费用</b>	<b>40,594</b>	<b>29,229</b>	<b>34,211</b>	<b>36,490</b>	<b>35,803</b>	<b>41,437</b>
%销售收入	7.2%	5.3%	5.6%	5.4%	4.8%	5.1%
<b>管理费用</b>	<b>89,847</b>	<b>106,696</b>	<b>103,525</b>	<b>102,568</b>	<b>107,814</b>	<b>113,208</b>
%销售收入	16.0%	19.2%	17.0%	15.2%	14.4%	13.9%
<b>研发费用</b>	<b>51,880</b>	<b>61,401</b>	<b>64,078</b>	<b>64,641</b>	<b>68,270</b>	<b>71,990</b>
%销售收入	9.3%	11.1%	10.5%	9.5%	9.1%	8.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>116,732</b>	<b>100,017</b>	<b>152,784</b>	<b>210,804</b>	<b>245,366</b>	<b>277,980</b>
%销售收入	20.8%	18.0%	25.1%	31.1%	32.8%	34.0%
<b>财务费用</b>	<b>1,268</b>	<b>1,393</b>	<b>-1,923</b>	<b>2,097</b>	<b>785</b>	<b>-1,631</b>
%销售收入	0.2%	0.3%	-0.3%	0.3%	0.1%	-0.2%
<b>投资收益</b>	<b>-32,759</b>	<b>-43,667</b>	<b>-295</b>	<b>5,433</b>	<b>5,833</b>	<b>6,233</b>
%税前利润	n.a	n.a	n.a	2.6%	2.3%	2.2%
<b>营业利润</b>	<b>116,732</b>	<b>100,017</b>	<b>152,784</b>	<b>210,804</b>	<b>245,366</b>	<b>277,980</b>
%营业收入	20.8%	18.0%	25.1%	31.1%	32.8%	34.0%
<b>营业外收支</b>	<b>165,357</b>	<b>155,268</b>	<b>6,912</b>	<b>-1,389</b>	<b>-713</b>	<b>-3,200</b>
<b>税前利润</b>	<b>248,062</b>	<b>210,225</b>	<b>161,324</b>	<b>212,751</b>	<b>249,702</b>	<b>282,645</b>
利润率	44.3%	37.9%	26.5%	31.4%	33.4%	34.6%
<b>所得税</b>	<b>20,252</b>	<b>21,516</b>	<b>43,276</b>	<b>53,154</b>	<b>62,386</b>	<b>70,661</b>
所得税率	8.2%	10.2%	26.8%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>227,810</b>	<b>188,709</b>	<b>118,048</b>	<b>159,597</b>	<b>187,316</b>	<b>211,983</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>2,988</b>	<b>466</b>	<b>2,832</b>	<b>5,596</b>	<b>7,248</b>	<b>7,953</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>224,822</b>	<b>188,243</b>	<b>115,216</b>	<b>154,001</b>	<b>180,068</b>	<b>204,030</b>
净利率	40.1%	33.9%	18.9%	22.8%	24.1%	25.0%

**现金流量表 (百万元)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>224,822</b>	<b>188,243</b>	<b>115,216</b>	<b>154,001</b>	<b>180,068</b>	<b>204,030</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>2,988</b>	<b>466</b>	<b>2,832</b>	<b>5,596</b>	<b>7,248</b>	<b>7,953</b>
<b>非现金支出</b>	<b>-108,197</b>	<b>-84,896</b>	<b>28,505</b>	<b>9,378</b>	<b>10,693</b>	<b>14,438</b>
<b>非经营收益</b>	<b>891</b>	<b>-18,472</b>	<b>19,233</b>	<b>-11,400</b>	<b>23,052</b>	<b>16,646</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>175,186</b>	<b>146,091</b>	<b>221,962</b>	<b>165,679</b>	<b>227,604</b>	<b>248,990</b>
<b>资本开支</b>	<b>-62,165</b>	<b>-50,850</b>	<b>-47,407</b>	<b>-18,000</b>	<b>-13,000</b>	<b>-18,000</b>
<b>投资</b>	<b>-102,878</b>	<b>-52,861</b>	<b>-82,752</b>	<b>-71,200</b>	<b>-71,200</b>	<b>-71,200</b>
<b>其他</b>	<b>-13,506</b>	<b>-1,160</b>	<b>4,998</b>	<b>-4,421</b>	<b>4,973</b>	<b>-1,656</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-178,549</b>	<b>-104,871</b>	<b>-125,161</b>	<b>-93,621</b>	<b>-79,227</b>	<b>-90,856</b>
<b>股权募资</b>	<b>-1,127</b>	<b>-28,312</b>	<b>-42,697</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>55,367</b>	<b>438</b>	<b>2,652</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-32,620</b>	<b>-32,079</b>	<b>-42,528</b>	<b>-24,534</b>	<b>-25,424</b>	<b>-13,896</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>21,620</b>	<b>-59,953</b>	<b>-82,573</b>	<b>-24,534</b>	<b>-25,424</b>	<b>-13,896</b>
<b>现金净流量</b>	<b>15,168</b>	<b>-11,227</b>	<b>15,581</b>	<b>47,524</b>	<b>122,953</b>	<b>144,238</b>

**资产负债表 (百万元)**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金</b>	<b>167,966</b>	<b>156,739</b>	<b>172,320</b>	<b>219,844</b>	<b>342,798</b>	<b>487,036</b>
<b>应收款项</b>	<b>113,567</b>	<b>120,919</b>	<b>131,904</b>	<b>152,618</b>	<b>167,903</b>	<b>182,402</b>
<b>存货</b>	<b>1,063</b>	<b>2,333</b>	<b>456</b>	<b>1,758</b>	<b>2,755</b>	<b>2,134</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>202,216</b>	<b>285,998</b>	<b>213,766</b>	<b>349,557</b>	<b>366,422</b>	<b>389,958</b>
<b>流动资产</b>	<b>484,812</b>	<b>565,989</b>	<b>518,446</b>	<b>723,777</b>	<b>879,877</b>	<b>1,061,530</b>
%总资产	30.1%	35.9%	32.9%	39.2%	42.7%	46.0%
<b>长期投资</b>	<b>323,188</b>	<b>252,715</b>	<b>261,665</b>	<b>271,665</b>	<b>291,665</b>	<b>311,665</b>
<b>固定资产</b>	<b>67,837</b>	<b>63,207</b>	<b>66,815</b>	<b>66,399</b>	<b>66,004</b>	<b>65,629</b>
%总资产	4.2%	4.0%	4.2%	3.6%	3.2%	2.8%
<b>无形资产</b>	<b>191,844</b>	<b>184,326</b>	<b>198,191</b>	<b>202,900</b>	<b>202,511</b>	<b>207,011</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,127,552</b>	<b>1,012,142</b>	<b>1,058,800</b>	<b>1,123,306</b>	<b>1,182,709</b>	<b>1,247,034</b>
%总资产	69.9%	64.1%	67.1%	60.8%	57.3%	54.0%
<b>资产总计</b>	<b>1,612,364</b>	<b>1,578,131</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,847,077</b>	<b>2,062,587</b>	<b>2,308,564</b>
<b>短期借款</b>	<b>19,003</b>	<b>11,580</b>	<b>41,537</b>	<b>24,829</b>	<b>7,970</b>	<b>3,592</b>
<b>应付款项</b>	<b>109,470</b>	<b>102,827</b>	<b>115,109</b>	<b>121,121</b>	<b>132,628</b>	<b>142,259</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>274,625</b>	<b>319,797</b>	<b>195,511</b>	<b>324,906</b>	<b>358,598</b>	<b>392,028</b>
<b>流动负债</b>	<b>403,098</b>	<b>434,204</b>	<b>352,157</b>	<b>470,856</b>	<b>499,196</b>	<b>537,879</b>
<b>长期贷款</b>	<b>282,526</b>	<b>312,337</b>	<b>292,920</b>	<b>292,920</b>	<b>292,920</b>	<b>292,920</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>50,047</b>	<b>48,730</b>	<b>58,488</b>	<b>50,023</b>	<b>49,876</b>	<b>45,187</b>
<b>负债</b>	<b>735,671</b>	<b>795,271</b>	<b>703,565</b>	<b>813,799</b>	<b>841,992</b>	<b>875,986</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>806,299</b>	<b>721,391</b>	<b>808,591</b>	<b>962,592</b>	<b>1,142,660</b>	<b>1,346,690</b>
其中：股本	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
未分配利润	<b>830,202</b>	<b>729,668</b>	<b>808,260</b>	<b>962,261</b>	<b>1,142,329</b>	<b>1,346,359</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>70,394</b>	<b>61,469</b>	<b>65,090</b>	<b>70,686</b>	<b>77,934</b>	<b>85,888</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,612,364</b>	<b>1,578,131</b>	<b>1,577,246</b>	<b>1,847,077</b>	<b>2,062,587</b>	<b>2,308,564</b>

**比率分析**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	23.868	19.984	12.232	16.349	19.117	21.660
每股净资产	85.599	76.585	85.842	102.192	121.308	142.968
每股经营现金净流	18.598	15.509	23.564	17.589	24.163	26.434
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	27.88%	26.09%	14.25%	16.00%	15.76%	15.15%
总资产收益率	13.94%	11.93%	7.30%	8.34%	8.73%	8.84%
投入资本收益率	8.73%	7.77%	8.83%	11.29%	11.71%	11.75%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	16.19%	-0.99%	9.82%	11.14%	10.37%	9.32%
EBIT 增长率	47.12%	-14.32%	52.76%	37.97%	16.40%	13.29%
净利润增长率	40.65%	-16.27%	-38.79%	33.66%	16.93%	13.31%
总资产增长率	20.92%	-2.12%	-0.06%	17.11%	11.67%	11.93%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	32.1	29.9	27.9	31.2	30.9	30.4
存货周转天数	1.2	2.7	0.5	2.0	2.8	2.0
应付账款周转天数	127.2	118.8	133.0	135.2	135.2	135.2
固定资产周转天数	44.1	41.6	40.0	35.8	32.2	29.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	19.54%	23.84%	22.87%	12.20%	-1.22%	-11.81%
EBIT 利息保障倍数	92.1	71.8	-79.5	100.5	312.7	-170.4
资产负债率	45.63%	50.39%	44.61%	44.06%	40.82%	37.95%

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，国金证券不承担相关法律责任。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806