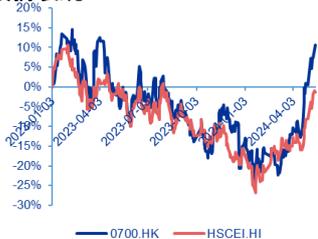


互联网 | 公司研究
2024年5月15日买入
维持评级

市场数据：2024年5月14日

收盘价 (港币)	381.80
恒生中国企业指数	6741.41
52周最高/最低价 (港币)	381.8/260.2
H股市值 (亿港元)	35964
流通H股 (百万股)	9419
汇率 (港币/人民币)	0.91

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤
A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉
A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com
夏嘉励
A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

联系人

林起贤
(+86) 21 2329 7818
linqx@swsresearch.com

24Q1 利润大超预期，广告加速增长

腾讯控股 (00700:HK)

腾讯 24Q1 实现营业收入 1595 亿元，同比增长 6%，略超一致预期；调整后归母净利润 503 亿元，同比增长 54%，超一致预期 17%。其中广告、游戏增速超预期，金融科技和企业服务增速略低预期；利润率大超预期，毛利率 52.6%和调整后净利润率 31.5%创 17 年以来新高。

国内游戏略好于预期、海外流水增长迅猛。根据财报，Q1 国内游戏收入同比减少 2%（好于同比减少 4%的一致预期），海外游戏收入同比增长 3%（与预期一致），游戏收入整体微降。但从流水表现和递延来看，Q1 流水端超预期强劲，海外流水端同比增长 34%，根据点点数据 Supercell 旗下《荒野乱斗》Q1 流水同比增长近 260%（但递延周期长）；国内《王者荣耀》《和平精英》3 月同比转正。我们测算 Q1 流水端增速在个位数水平。**游戏 Q2 开始有望同比正增长：**《DNF 手游》5.21 上线；后续《极品飞车》《星之破晓》等值得关注，我们预计下半年增速有望提升至 20%水平。增值服务整体毛利率由去年同期的 54%提升至 57%，主要由高毛利率小游戏和音乐等订阅付费收入拉动。低毛利的直播业务仍在收缩。

广告收入增长、毛利率提升环比继续提速。根据财报，Q1 广告收入同比增长 26%（好于 18%的一致预期，23Q3/Q4 同比增速分别为 20%/21%），微信系广告均有增长（视频号、小程序、公众号、搜一搜）。我们推测视频号仍是核心驱动，总用户时长同比增长超 80%，叠加 AI 技术提升精准度。广告毛利率提升加快，Q1 为 55%，同比提升 13pct（23Q3/Q4 分别同比提升 5.9pct/12.6pct）。

金融科技及企业服务增长切换，毛利率持续提升。根据财报，Q1 金融科技及企业服务收入同比增长 7%。金融科技服务收入个位数同比增长，增速略放缓（23Q4 为双位数同比增长），主要由于线下消费支出增长放缓及提现减少，但高毛利率的理财收入增长强劲，是中长期增长点。企业服务收入同比增长超 10%，云服务及视频号商家技术服务费（23 年起开始收取）均在增长。金融科技及企业服务毛利率为 46%，截至 24Q1 已实现连续 6 个季度环比提升；云业务成本改善，新增增长点理财业务及视频号商家技术服务费均为高毛利率业务。

IP 运营为主的其他业务收入利润双升，包括版权发行、衍生品销售等，根据财报，Q1 其他收入同比增长 110%，毛利率转正至 23%。

现金流方面，根据财报，24Q1 现金净额为 925 亿，去年同期为 547 亿；24Q1 自由现金流 519 亿。24Q1 资本开支 152 亿，去年同期 46 亿，明显增加。除按计划执行派息和超千亿回购外，公司继续投入 AI 技术，提升平台、高价值内容。

维持买入评级：考虑到公司高毛利率业务增长势头较好带动整体利润率提升，我们上调盈利预测，预计 24-26 年公司调整后归母净利润为 1990/2261/2510 亿元人民币（原预测为 1801/2096/2301）。目标市值从 38184 亿元人民币上调至 40351 亿元人民币，对应目标价为 471 港元，基于 23%的上涨空间，维持买入评级。

风险提示：互联网金融监管变化、游戏监管变化、宏观经济复苏不及预期。

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	5,546	6,090	6,723	7,409	7,944
同比增长率 (%)	-1.0	9.8	10.4	10.2	7.2
Non-IFRS 归母净利润 (亿元)	1,156	1,577	1,990	2,261	2,510
同比增长率 (%)	-6.6	36.4	26.2	13.6	11.0
Non-IFRS 每股收益 (元)	12.14	16.68	21.13	24.00	26.65
净资产收益率 (%)	16.03	19.50	20.55	19.83	18.79
市盈率 (倍)	28	21	16	14	13
市净率 (倍)	4.2	3.7	3.2	2.7	2.3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的 Non-IFRS 净利润除以总股本

表 1：腾讯分业务收入预测（亿元）

	2022A	2023A	23Q4A	24Q1A	2024E	2025E	2026E
增值服务	2,876	2,984	691	786	3,267	3,512	3,710
网络游戏	1,709	1,799	409	481	1,987	2,173	2,301
社交网络	1,167	1,185	282	305	1,266	1,339	1,409
网络广告	827	1,015	298	265	1,202	1,364	1,524
金融科技及企业服务	1,771	2,038	544	523	2,187	2,465	2,643
其他	72	54	19	21	67	67	67
营业收入	5,546	6,090	1,552	1,595	6,723	7,409	7,944

资料来源：腾讯财报，申万宏源研究

表 2：腾讯分业务 YoY 增速预测（%）

	2022A	2023A	23Q4A	24Q1A	2024E	2025E	2026E
增值服务	-1%	4%	-2%	-1%	9%	8%	6%
网络游戏	-2%	5%	-3%	-1%	10%	9%	6%
社交网络	0%	1%	-1%	-2%	7%	6%	5%
网络广告	-7%	23%	21%	26%	18%	13%	12%
金融科技及企业服务	3%	15%	15%	7%	7%	13%	7%
其他	-6%	-25%	-26%	110%	24%	0%	0%
营业收入	-1%	10%	7%	6%	10%	10%	7%

资料来源：腾讯财报，申万宏源研究

表 3：腾讯利润预测（亿元，%）

	2022A	2023A	23Q4A	24Q1A	2024E	2025E	2026E
毛利润-IFRS（亿元）	2,387	2,931	776	839	3,453	3,915	4,281
YoY	-3%	23%	25%	23%	18%	13%	9%
毛利率-IFRS	43%	48%	50%	53%	51%	53%	54%
营业利润-IFRS（亿元）	1,108	1,601	414	526	2,080	2,452	2,733
YoY		44%	42%	38%	30%	18%	11%
营业利润率-IFRS	20%	26%	27%	33%	31%	33%	34%
归母净利润-IFRS（亿元）	1,882	1,152	270	419	1,686	1,863	2,122
YoY	-16%	-39%	-75%	62%	46%	10%	14%
归母净利润率-IFRS	34%	19%	17%	26%	25%	25%	27%
归母净利润-Non-IFRS（亿元）	1,156	1,577	427	503	1,990	2,261	2,510
YoY	-7%	36%	44%	54%	26%	14%	11%
归母净利润率-Non-IFRS	21%	26%	28%	32%	30%	31%	32%

资料来源：腾讯财报，申万宏源研究

注：4Q23 起经营利润口径调整，历史数据也调整为同口径

表 4：腾讯 SOTP 估值

	收入 24E (亿人民币)	利润 24E (亿人民币)	估值方式	对应市值 (亿人民币)	对应股价(港元)
端游	512	225	15x PE	3,381	39
手游	1,475	684	25x PE	17,097	199
非游戏增值业务	997	54	20x PE	1,088	13
广告业务	1,015	301	25x PE	7,514	88
云业务	399		3x PS	1,196	14
金融业务	1,789		3x PS	5,366	63
投资				4,710	55
合计				40,351	471

资料来源：腾讯财报，申万宏源研究

注：使用汇率 HK\$1 = Rmb0.91

风险提示

互联网金融监管变化或影响业绩预期及估值水平。2020 年下半年后，银保监会先后对小贷公司和小贷业务出台了监督管理办法，出台了支付新规；或对腾讯金融科技现有业务或新业务拓展造成影响。

游戏监管变化或影响业绩预期及估值水平。市场关注游戏相关监管政策边际变化。游戏为腾讯利润贡献核心业务，短期看新品上线进度，中长期看出海，监管政策变化将极大程度影响业绩预期及估值水平。

宏观经济复苏不及预期。公司基本面与宏观经济相关性较强，若宏观经济复苏不及预期，可能对内容增值服务、广告、支付、云等核心业务产生不利影响。

附录 – 财务报表

利润表

人民币亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	5,546	6,090	6,723	7,409	7,944
营业成本	-3,158	-3,159	-3,271	-3,494	-3,663
毛利润	2,387	2,931	3,453	3,915	4,281
销售及市场推广开支	-292	-342	-345	-356	-373
一般及行政开支	-1,067	-1,035	-1,069	-1,148	-1,215
其他收益	80	47	41	41	41
经营利润	1,108	1,601	2,080	2,452	2,733
利息收入	86	138	179	197	212
财务成本	-94	-123	-121	-95	-86
投资收益、分占联营公司及合营公司盈利等	1,002	-3	150	92	127
税前利润	2,102	1,613	2,288	2,645	2,986
所得税	-215	-433	-572	-749	-826
调整项	-726	425	304	398	388
期内盈利 (Non-IFRS)	1,161	1,605	2,021	2,294	2,549
少数股东权益	5	28	31	34	39
归母盈利 (Non-IFRS)	1,156	1,577	1,990	2,261	2,510

资料来源：腾讯控股财报，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。